



Ministerstvo financí

odbor Řízení státního dluhu
a finančního majetku

ZPRÁVA

O ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

České republiky v roce

2017



16. únor 2018

Ministerstvo financí

**Zpráva o řízení státního dluhu
České republiky v roce 2017**

Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2017

16. únor 2018

Ministerstvo financí
Letenská 15, 118 10 Praha 1
Česká republika
Tel.: 257 041 111
E-mail: pd@mfc.cz

ISSN 2336-5746 (Print)
ISSN 2336-5854 (On-line)

Vychází 1x ročně, zdarma

Elektronický archiv:
www.mfcr.cz/statnidluh

Obsah

Úvod.....	9
1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy	12
Ekonomický vývoj	12
Hospodaření sektoru vládních institucí	13
Finanční trhy.....	16
Ratingové hodnocení České republiky.....	19
2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu	20
Potřeba a zdroje financování	20
Financování hrubé výpůjční potřeby	21
Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu	22
Řízení likvidity státní pokladny	25
3 - Program financování a emisní činnost.....	27
Plnění programu financování	27
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	27
Instrumenty peněžního trhu	31
Ostatní dluhové instrumenty.....	32
4 - Řízení rizik a strategie portfolia	33
Refinanční riziko	33
Úrokové riziko	42
Měnové riziko	46
Benchmarkové portfolio.....	47
5 - Výdaje na obsluhu státního dluhu.....	49
Hotovostní a akruální vyjádření	49
Rozpočet kapitoly Státní dluh	51
Cost-at-Risk státního dluhu	55
Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia.....	61
6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů.....	64
Primární dealeři státních dluhopisů České republiky.....	64
Hodnocení primárních dealerů	65
MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů	66
Operace na sekundárním trhu.....	70
Příloha I	73
Příloha II.....	74
Klíčové informace 2017	87
Kontakty	87

Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky.....	12
Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky.....	19
Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování.....	20
Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby.....	21
Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba.....	22
Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu.....	23
Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia.....	24
Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny.....	25
Tabulka 9: Čisté příjmy státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny a emisí se záporným výnosem.....	26
Tabulka 10: Emise a splátky SSD.....	32
Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu.....	38
Tabulka 12: Průměrné kupónové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti.....	44
Tabulka 13: Hotovostní prémie a diskonty SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD.....	50
Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh.....	51
Tabulka 15: Přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2017.....	51
Tabulka 16: Úrokové výdaje a akruální náklady na nově vydaný státní dluh.....	52
Tabulka 17: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	55
Tabulka 18: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje.....	56
Tabulka 19: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2018.....	58
Tabulka 20: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb.....	59
Tabulka 21: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK.....	59
Tabulka 22: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2019.....	60
Tabulka 23: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2020.....	61
Tabulka 24: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů.....	64
Tabulka 25: Celkové hodnocení primárních dealerů.....	65
Tabulka 26: Primární trh.....	65
Tabulka 27: Sekundární trh.....	65
Tabulka 28: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2018.....	67
Tabulka 29: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty.....	67
Tabulka 30: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2017 a 2018.....	73
Tabulka 31: Parametry státního dluhu a portfolií státních finančních aktiv.....	74
Tabulka 32: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2017.....	75
Tabulka 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2017.....	75
Tabulka 34: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2017.....	76
Tabulka 35: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2017.....	76
Tabulka 36a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017.....	77
Tabulka 36b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017.....	79
Tabulka 37: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2017.....	81
Tabulka 38: Emise spořicí státních dluhopisů v roce 2017.....	81
Tabulka 39a: Realizované zápůjční facility ve formě repo operací v roce 2017.....	82
Tabulka 39b: Realizované zápůjční facility ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2017.....	82
Tabulka 40: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2017.....	83
Tabulka 41: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2017.....	84
Tabulka 42: Podrobný přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2017.....	85

Seznam obrázků

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2017	13
Obrázek 2: Saldo sektoru vládních institucí České republiky (ESA 2010)	14
Obrázek 3: Dluh sektoru vládních institucí ve vybraných zemích EU (ESA 2010)	15
Obrázek 4: Dluh a saldo sektoru vládních institucí v zemích EU v roce 2017 (ESA 2010)	15
Obrázek 5: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů	16
Obrázek 6: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa (10 let)	17
Obrázek 7: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů	17
Obrázek 8: Porovnání výnosů českých a německých desetiletých státních dluhopisů	18
Obrázek 9: Vývoj vybraných dluhopisů v krátkém a střednědobém segmentu výnosové křivky	19
Obrázek 10: Potřeba financování	21
Obrázek 11: Čistá emise SDD na domácím trhu	22
Obrázek 12: Čistá emise SDD na zahraničních trzích	22
Obrázek 13: Čistá emise SPP na domácím trhu	22
Obrázek 14: Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů	22
Obrázek 15: Vývoj státního dluhu České republiky	23
Obrázek 16: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů	24
Obrázek 17: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu	28
Obrázek 18: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu	29
Obrázek 19: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích na primárním trhu	29
Obrázek 20: Aukce SDD na primárním trhu	30
Obrázek 21: Aukce SPP	31
Obrázek 22: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů	34
Obrázek 23: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku	35
Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů	36
Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle	37
Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu	37
Obrázek 27: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti	38
Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu	39
Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů	40
Obrázek 30: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele	41
Obrázek 31: Struktura nerezidentů držících korunové státní dluhopisy	41
Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu	43
Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku	44
Obrázek 34: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku	44
Obrázek 35: Splatnostní profil korunových státních dluhopisů dle doby do splatnosti a kupónové sazby	45
Obrázek 36: Splatnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti	46
Obrázek 37: Doba do splatnosti korunových SDD prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu	48
Obrázek 38: Výnosy korunových SDD prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu	48
Obrázek 39: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu	49
Obrázek 40: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu	49
Obrázek 41: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD	50
Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu	50
Obrázek 43: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu	53
Obrázek 44: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP	53
Obrázek 45: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů	54
Obrázek 46: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD	54
Obrázek 47: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk	55
Obrázek 48: Skutečné vs. simulované výnosy korunových státních dluhopisů v roce 2017	56
Obrázek 49: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2017	57
Obrázek 50: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2018	58
Obrázek 51: Simulace výnosů korunových státních dluhopisů v roce 2018	58
Obrázek 52: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2019	60
Obrázek 53: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020	61
Obrázek 54: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia	62
Obrázek 55: Nominální hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu	66
Obrázek 56: Průměrné denní plnění kotačních povinností dealerů	68
Obrázek 57: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic dle SDD v roce 2017	68
Obrázek 58: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic	69
Obrázek 59: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů kotovaných na MTS Czech Republic	69
Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných přímých prodejsů a výměn	70
Obrázek 61: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2017	71
Obrázek 62: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit	72

Seznam použitých zkratek

APEI	Aggregate Performance Evaluation Index
CaR	Cost-at-Risk
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů
CZK	kódové označení koruny české
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
DETS	vybraná elektronická platforma pro obchodování státních dluhopisů (Designated Electronic Trading System)
EA12	eurozóna (12 zemí)
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
ESA 2010	Evropský systém národních účtů 2010
EU	Evropská unie
EUR	kódové označení eura
EURIBOR	referenční úroková sazba Euro Interbank Offered Rate
FIX	fixně úročený
HDP	hrubý domácí produkt
ISIN	identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů
JCR	ratingová agentura Japan Credit Rating Agency
Kč	koruna česká
MF	Ministerstvo financí
mld.	miliarda
MTS	Mercato Telematico Secondario
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
p. a.	per annum
p. b.	procentní bod
PRIBOR	referenční úroková sazba Prague Interbank Offered Rate
R&I	ratingová agentura Rating and Investment Information, Inc.
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SFA	státní finanční aktiva
SP	státní pokladna
SPP	státní pokladniční poukázky
SSD	spořicí státní dluhopisy
VAR	variabilně úročený
VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil

Uveřejňované součtové údaje v tabulkách a v textu v některých případech neodpovídají na posledním desetinném místě součtu hodnot příslušných ukazatelů z důvodu zaokrouhlování.

Úvod

Ministerstvo financí (dále Ministerstvo nebo MF) předkládá veřejnosti v souladu s kalendářem uveřejňovaných informací Zprávu o řízení státního dluhu České republiky v roce 2017 (dále Zpráva), která obsahuje podrobné shrnutí událostí v oblasti řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny, vyhodnocení emisní činnosti státu a vývoje na finančních trzích v kontextu financování České republiky, analýzu dynamiky státního dluhu a souvisejících příjmů a výdajů státního rozpočtu na dluhovou službu, detailní vyhodnocení plnění stanovených strategických cílů v oblasti řízení rizik dluhového portfolia a v neposlední řadě též roční hodnocení primárních dealerů státních dluhopisů České republiky. Součástí Zprávy, která se zabývá primárně událostmi v roce 2017, je také detailnější kvantifikace predikce úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2018 a ve střednědobém výhledu prostřednictvím aplikace metody Cost-at-Risk.

Růst reálného HDP České republiky dosáhl v roce 2017 dle předběžného odhadu 4,3 %, a opět tak převýšil růst většiny členských zemí EU i samotný průměr EU. Hospodářský růst byl tažen především domácí a v menší míře i zahraniční poptávkou. Výdaje domácností na spotřebu podpořil zejména dynamický růst objemu mezd a platů, klesající míra úspor odrážející nízkou nezaměstnanost a vysoká důvěra spotřebitelů. Růst tvorby hrubého fixního kapitálu byl tažen soukromými investicemi. K hospodářskému růstu přispěl kladně také zahraniční obchod podpořený rostoucí vnější poptávkou. Meziroční míra inflace se od konce roku 2016 pohybuje v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky a její průměrná hodnota v roce 2017 činila 2,5 %. Česká republika se v posledních letech řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti s průměrnou mezinárodně srovnatelnou hodnotou pouhých 2,9 % v roce 2017. V prosinci po sezonním očištění klesla až na 2,4 %, což představovalo nejnižší hodnotu v rámci celé EU. Rovněž počet pracujících byl nejvyšší od vzniku České republiky, přičemž k růstu zaměstnanosti nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl a dále odvětví velkoobchodu, maloobchodu a vzdělávání. V oblasti vnější ekonomické rovnováhy je i v roce 2017 očekáván mírný přebytek běžného účtu platební bilance. Finanční sektor zůstává i nadále stabilní a disponuje dostatkem volné likvidity. Ziskovost bank má rovněž pozitivní dopad na kapitálovou přiměřenost, která vysoce překračuje evropská regulační pravidla.

Dynamický růst české ekonomiky se kladně promítá i do hospodaření sektoru vládních institucí. Hospodaření státního rozpočtu v hotovostní

metodice dosáhlo v roce 2017 o 53,8 mld. Kč lepšího výsledku oproti schválenému schodku ve výši 60,0 mld. Kč stanovenému zákonem o státním rozpočtu na rok 2017, když jeho konečná výše činila 6,2 mld. Kč. Hospodaření celého sektoru vládních institucí v metodice ESA 2010 dosáhlo dle odhadů Ministerstva financí opět přebytku, a to v rekordní výši 1,1 % HDP. Odhadovaná hodnota strukturálního salda sektoru vládních institucí v roce 2017 dosahuje výše 0,5 % HDP, a nalézá se tak nad hodnotou střednědobého rozpočtového cíle, což implikuje obezřetné hospodaření a udržitelnost veřejných financí. Konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí dle říjnové notifikace klesl v roce 2016 o 3,2 p. b. na 36,8 % HDP a pro rok 2017 je odhadován jeho další pokles o 2,2 p. b. na 34,6 % HDP.

Pozitivní vnímání České republiky na domácím i zahraničních finančních trzích bylo v roce 2017 opakovaně potvrzeno nadprůměrným ratingovým hodnocením všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností, a to nejen s ponecháním stabilního výhledu, ale v případě Fitch Ratings byl výhled hodnocení dokonce vylepšen na pozitivní. Všechny agentury jednomyslně kladně hodnotily obezřetnou fiskální politiku vlády a pokračující fiskální konsolidaci umožňující stabilní pokles zadluženosti České republiky podpořený efektivním řízením státního dluhu a disponibilních prostředků státní pokladny.

V roce 2017 došlo k mírnému nárůstu státního dluhu o 11,3 mld. Kč z 1 613,4 mld. Kč na konečných 1 624,7 mld. Kč. Za tímto nárůstem však stojí rozhodnutí Ministerstva operativně zareagovat na silnou poptávku ze strany investorů a vydat v prosinci státní pokladniční poukázky splatné v dubnu následujícího roku v celkové jmenovité hodnotě 23,0 mld. Kč, o jejichž mimořádné atraktivitě svědčí i dosažený aukční výnos -0,80 % p. a. představující dodatečný příjem státního rozpočtu ve výši bezmála 70 mil. Kč. Ve vyjádření státního dluhu jako podílu na HDP však bylo nadále dosaženo meziročního poklesu, a to ve výši 1,6 p. b. z 33,8 % na 32,2 % ke konci roku 2017, což potvrzuje dlouhodobý trend snižování zadluženosti České republiky trvající již čtvrtým rokem, přičemž celkově za toto období poklesl podíl státního dluhu na HDP již o 8,9 p. b. To řadí Českou republiku mezi jednu z nejméně zadlužených zemí EU. Tato skutečnost byla umožněna jednak efektivnějším řízením likvidity státní pokladny a souvisejícím zapojováním jejích disponibilních zdrojů do krytí potřeby financování státu, oživením ekonomiky České republiky, když v letech 2014 až 2017 rostlo HDP vyjádřené v běžných cenách v průměru o 5,3 % ročně, ale i zodpovědnou

rozpočtovou politikou, kdy po dosažení rekordního přebytku státního rozpočtu ve výši 61,8 mld. Kč v roce 2016 dosáhl státní rozpočet v roce 2017 velmi nízkého schodku ve výši pouze 6,2 mld. Kč. Díky nižšímu schodku státního rozpočtu o 53,8 mld. Kč oproti jeho rozpočtované výši 60 mld. Kč schválené zákonem o státním rozpočtu na rok 2017 došlo k poklesu potřeby financování, která v roce 2017 činila 241,7 mld. Kč a byla tak nižší o 49,0 mld. Kč ve srovnání s plánovanou potřebou financování podle Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2017 uveřejněné dne 22. prosince 2016 (dále Strategie).

Financování hrubé výpůjční potřeby, jejíž hodnota v roce 2017 činila 257,7 mld. Kč, probíhalo pouze na domácím trhu téměř výhradně prostřednictvím prodeje korunových státních dluhopisů. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 činila 213,1 mld. Kč, tj. o 1,5 mld. Kč více než v předchozím roce. To dokazuje relativně stabilní poptávku po střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech České republiky a jejich vysokou atraktivitu pro investory. Fixně a v nepatrné míře i variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy byly v roce 2017 prodávány na domácím trhu převážně prostřednictvím primárních aukcí, kterých se uskutečnilo celkem 58 ve 22 aukčních dnech. Podíl variabilně úročených státních dluhopisů na celkové hrubé emisi činil 1,3 % a jeho pokles je konzistentní s reakcí Ministerstva na výrazný pokles výnosů fixně úročených státních dluhopisů a očekávaný nárůst referenčních úrokových sazeb. Ministerstvo uskutečnilo celkem 29 aukcí státních pokladničních poukázek v 29 aukčních dnech, když v souladu se Strategií vydávalo Ministerstvo státní pokladniční poukázky ve všech splatnostech do jednoho roku. Celková hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu činila 409,9 mld. Kč, přičemž převážná její část nesloužila primárně ke krytí potřeby financování, resp. hrubé výpůjční potřeby, nýbrž k využívání mimořádně výhodných tržních podmínek, když byly všechny tyto poukázky umístěny za záporný výnos.

Ministerstvo i v roce 2017 flexibilně reagovalo na situaci na finančních trzích a nadále využívalo prostředí záporných výnosů korunových státních dluhopisů České republiky s relativně krátkou dobou do splatnosti přetrvávajících až do třetího čtvrtletí tohoto roku, kdy umísťovalo na trh státní dluhopisy se splatností až pět let, a to i po dubnovém ukončení režimu devizových intervencí i navýšení základních sazeb České národní banky po téměř deseti letech celkem o 45 bazických bodů z 0,05 % p. a. na 0,50 % p. a. Ministerstvo doprodalo z vlastního majetkového účtu střednědobé dluhopisy bez výnosu se splatnostmi v letech 2018 a 2019 a dále v únoru vydalo v souladu se Strategií další dvě nové emise střednědobých dluhopisů bez výnosu se splatnostmi

v letech 2020 a 2022 s cílem maximálního využití příznivých tržních podmínek k získání dodatečných příjmů státního rozpočtu. V roce 2017 byly na primárním a sekundárním trhu prodány za záporný výnos střednědobé státní dluhopisy bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 72,1 mld. Kč a fixně úročené státní dluhopisy se splatností do roku 2022 v celkové jmenovité hodnotě 11,2 mld. Kč, za jejichž prodej inkasovalo Ministerstvo dodatečné čisté příjmy státního rozpočtu ve výši 490,6 mil. Kč. Emisí státních pokladničních poukázek obdrželo Ministerstvo příjmy do státního rozpočtu z titulu aukčních premií ve výši 714,0 mil. Kč.

V roce 2017 tak byly prodány státní dluhopisy za záporný výnos v celkové jmenovité hodnotě 493,2 mld. Kč, z nichž Ministerstvo získalo dodatečné čisté příjmy státního rozpočtu ve výši 1,2 mld. Kč. Celkový příjem státního rozpočtu z titulu prodeje emisí státních dluhopisů za záporné výnosy do splatnosti dosáhl od roku 2015 do konce roku 2017 výše 2,4 mld. Kč. Dalším pozitivním dopadem prodejů státních dluhopisů za záporný výnos bylo navýšení podílu státního dluhu, se kterým nejsou a nebudou pro Českou republiku spojeny žádné úrokové výdaje, resp. jsou z něj realizovány dokonce čisté úrokové příjmy, v průběhu roku 2017 z 12,0 % na 15,2 % celkového státního dluhu.

Vhodným časováním emisní činnosti a pružnou reakcí na vývoj na finančních trzích realizovalo Ministerstvo v roce 2017 pokles čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 1,0 mld. Kč, což při poklesu o 4,7 mld. Kč v roce 2016, 3,2 mld. Kč v roce 2015 a 2,3 mld. Kč v roce 2014 znamená celkovou úsporu na úrokových výdajích na obsluhu státního dluhu cca 29,1 mld. Kč realizovanou od počátku roku 2014. Průměrný vážený výnos do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích v roce 2017 činil 0,51 % p. a.

Dále byly v průběhu roku 2017 realizovány přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů z vlastního majetkového účtu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, které fungovaly jako doplněk k primárním aukcím a taktéž sloužily jako kanál pro doprodej státních dluhopisů v situaci, kdy ze strany primárních dealerů opadl zájem o vyžívání těchto dluhopisů v rámci zápujčních facilit. Prostřednictvím těchto operací prodalo Ministerstvo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 11,6 mld. Kč.

Státní dluhopisy byly na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic dále nabízeny také v rámci výměnných operací státních dluhopisů. Hlavními cíli těchto operací jsou snížení refinančního rizika portfolia státního dluhu a řízení úrokových

výdajů státního rozpočtu. V rámci těchto operací nabízelo Ministerstvo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se splatností podél celé výnosové křivky výměnou za státní dluhopisy splatné v letech 2017 až 2019. V průběhu roku 2017 tak byly vyměněny státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,8 mld. Kč s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti 0,6 roku za státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,9 mld. Kč s průměrnou dobou do splatnosti 10,7 roku.

V roce 2017 zaznamenalo Ministerstvo zvyšující se zájem primárních dealerů o zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s pozitivním dopadem na likviditu sekundárního trhu státních dluhopisů, když z majetkových účtů Ministerstva prostřednictvím zápůjční facility ve formě repo operací byly poskytnuty státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 71,8 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 0,5 mld. Kč a v rámci zápůjčních facilit ve formě kolateralizovaných zápůjček byly poskytnuty státní dluhopisy z majetkových účtů Ministerstva v celkové jmenovité hodnotě 92,6 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 32,5 mld. Kč.

Vlivem pokračujícího silného zájmu investorů o dluhopisy úročené na kratším konci výnosové křivky přetrvávající zejména v průběhu prvního pololetí roku 2017 převažovala hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti do 5 let, ve kterém bylo prodáno 39,5 % celkové hrubé emise. I přes tuto skutečnost prodávalo Ministerstvo státní dluhopisy s delší dobou do splatnosti, když v segmentu zbytkové doby do splatnosti 5 až 10 let prodalo 33,2 % celkové hrubé emise a v segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 10 let 27,2 % celkové hrubé emise.

Čistá emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 činila 3,8 mld. Kč, což představuje stabilizaci úrovně celkové jmenovité hodnoty domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu. V roce 2017 proběhly splátky tří domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 207,9 mld. Kč a dále byly vyměněny státní dluhopisy se splatnostmi

v letech 2018 a 2019 v celkové jmenovité hodnotě 1,5 mld. Kč. V roce 2017 nedošlo k žádné splátce státního dluhopisu vydaného na zahraničních trzích a rovněž na zahraničních trzích Ministerstvo nerealizovalo žádné výpůjční operace z důvodu vysokého zájmu o korunové státní dluhopisy na domácím trhu a také vyšších výdajů spojených s touto emisí ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění výdajů na zajištění měnového rizika.

Vlivem účinnosti zákona č. 128/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), ve znění pozdějších předpisů skončilo 10. února 2017 devítiměsíční přechodné období, během kterého si museli noví povinní klienti státní pokladny spolu se státními příspěvkovými organizacemi zřídit účty u České národní banky a převést na ně prostředky z dosavadních účtů u bank nebo ostatních poskytovatelů platebních služeb. V této souvislosti došlo k rozšíření souhrnných účtů státní pokladny o účty těchto klientů, na kterých Ministerstvo eviduje nárůst zůstatku oproti roku 2016 v průměrné výši 49,3 mld. Kč. Státní pokladna je tak efektivněji řízena dle aktuálních potřeb státu a současně i lépe zhodnocována investováním v rámci řízení likvidity státní pokladny s pozitivním dopadem na úrokové výdaje státního rozpočtu.

Výnosy z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny činily v roce 2017 celkem 312,3 mil. Kč, což je o 191,7 mil. Kč více než v předchozím roce. Nejvyšší podíl na tomto nárůstu mají investiční operace v rámci řízení likvidity korunové státní pokladny, kdy vlivem navýšení základních sazeb České národní banky v druhém pololetí došlo k navýšení výnosů dosažených z operací s použitím zástavy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, státních pokladničních poukázek a poukázek České národní banky a krátkodobých investic ve formě depozitních operací o 233,8 mil. Kč ve srovnání s předchozím rokem. Souhrn příjmů státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny činnosti, zapůjčování státních dluhopisů a z titulu záporných výnosů státních dluhopisů v roce 2017 činil celkem 1 541,3 mil. Kč, což je o 606,0 mil. Kč více než v roce 2016.

1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy

Ekonomický vývoj

Reálný HDP v 1. čtvrtletí 2017 vykázal mezičtvrtletní růst o 1,5 %, ve 2. čtvrtletí růst o 2,5 %, ve 3. čtvrtletí růst o 0,5 % a ve 4. čtvrtletí je očekáváno opětovné mírné zrychlení růstu na 0,7 % (očistěno o sezónní a kalendářní vlivy). Za celý rok je odhadován růst reálného HDP ve výši 4,3 %.

V roce 2017 byl hospodářský růst tažen primárně domácí poptávkou, přičemž nejvýznamnější složku užití představovaly výdaje na konečnou spotřebu domácností. Ty byly podpořeny zejména dynamickým růstem mezd a platů a klesající mírou úspor, která odráží dobrou situaci na trhu práce a nízké úrokové sazby. Nárůst výdajů je patrný

zejména u předmětů střednědobé a dlouhodobé spotřeby, což svědčí o důvěře domácností v pozitivní vývoj ekonomiky. Výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí vzrostly v důsledku růstu zaměstnanosti, navýšení platů ve státní správě a vyšším výdajům na nákupy výrobků a služeb. K růstu investic do fixního kapitálu, jenž se v roce 2017 obnovil, přispěly především soukromé investice. Příspěvek zahraničního obchodu k hospodářskému růstu se nepatrně snížil, což souvisí s rychlejším růstem domácí ekonomiky v porovnání s obchodními partnery, jako i s vysokou dovozní náročností investic. Z hlediska výkonnosti jednotlivých odvětví se na růstu podílel zejména zpracovatelský průmysl a odvětví zboží a služeb.

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
Reálný růst HDP (%)	2,0	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3
Růst spotřeby domácností (%)	0,3	-1,3	0,5	1,8	3,7	3,6	4,0
Růst spotřeby vlády (%)	-2,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,0	1,9
Růst tvorby hrubého fixního kapitálu (%)	0,9	-3,1	-2,5	3,9	10,2	-2,3	5,6
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p. b.)	1,8	1,3	0,1	-0,5	-0,2	1,2	1,0
Průměrná míra inflace (%)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5 ²
Míra nezaměstnanosti (%)¹	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9 ²
Růst objemu nominálních mezd a platů (%)	2,3	2,6	0,5	3,6	4,8	5,8	7,9
Poměr salda běžného účtu k HDP (%)	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	0,5
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3 ²
Reálný růst HDP eurozóny (%)³	1,5	-0,9	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,4

¹ Průměrná míra nezaměstnanosti dle metodiky VŠPS.

² Oficiálně vykázaný, nikoliv prognózovaný údaj.

³ EA12.

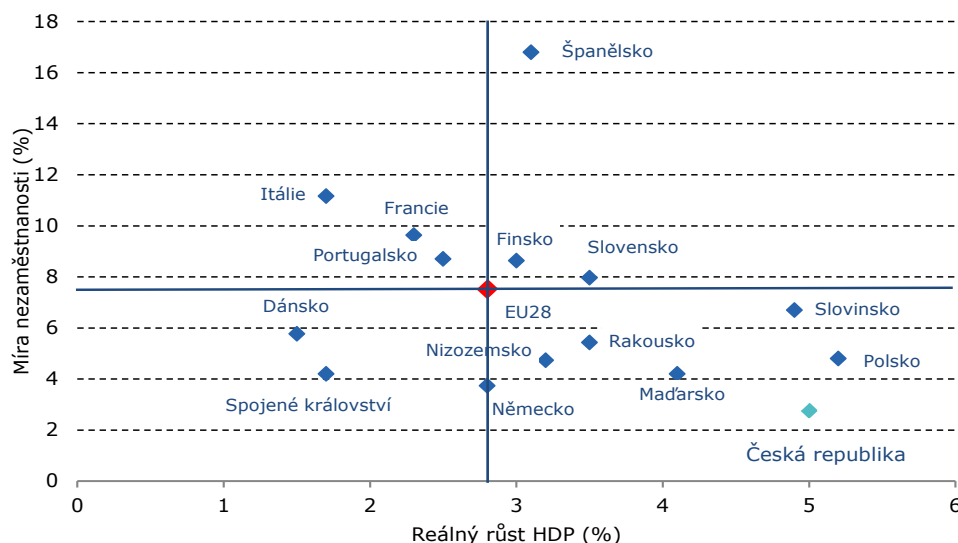
Zdroj: ČSÚ, MF

Od konce roku 2016 se meziroční růst spotřebitelských cen až na výjimky pohyboval v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky. Průměrná meziroční míra inflace dosáhla v roce 2017 hodnoty 2,5 %.

Česká republika se v posledních letech řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti, když míra nezaměstnanosti v roce 2017 činila dle metodiky VŠPS pouhé 2,9 %. V prosinci 2017 pak míra nezaměstnanosti klesla až na 2,4 %

(po sezónním očištění), což představovalo nejnižší hodnotu v rámci celé EU (míra nezaměstnanosti v EU dosahovala úrovně 7,3 %). Celkový počet pracujících byl nejvyšší od vzniku České republiky, přičemž k růstu zaměstnanosti nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl. Značné přírůstky byly zaznamenány i v odvětvích velkoobchod, maloobchod a vzdělávání. Ve všech tržních odvětvích byl již patrný nedostatek pracovníků a trh práce začal v průběhu roku 2017 vykazovat znaky přehřátí.

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2017



Poznámka; HDP vyjádřeno jako meziroční růst po sezonním očištění za 3. čtvrtletí 2017. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti dle VŠPS ve 3. čtvrtletí 2017. Zdroj: CSÚ, Eurostat

Běžný účet platební bilance dosahuje od roku 2014 přebytku, který by v roce 2017 měl činit 0,5 % HDP. Kladná salda bilancí zboží a služeb převýšila schodek prvotních důchodů, na nějž má největší vliv odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku.

Významnou výhodou České republiky zůstává stabilní finanční sektor a důvěryhodná fiskální politika. V bankovním systému se nachází dostatek volné likvidity, která byla do dubna 2017 dále navyšována přímými intervencemi ČNB na devizovém trhu. Ziskovost bank má rovněž pozitivní dopad na kapitálovou přiměřenost. Zadluženost domácností v mezinárodním srovnání zůstává relativně nízká vzhledem k mírnému

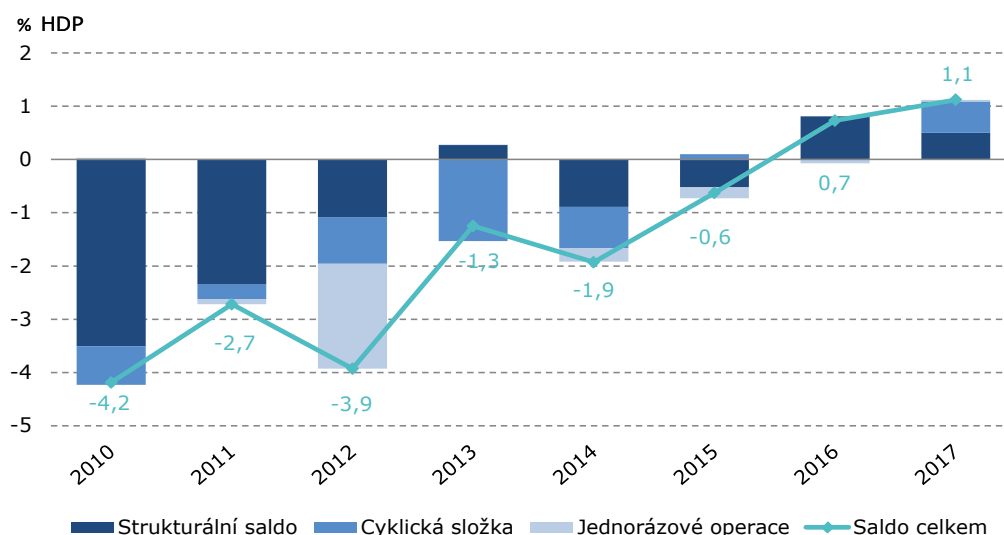
tempu jejich zadlužování a klesající je také podíl úvěrů v selhání na celkových úvěrech, který se na konci prosince 2017 pohyboval u domácností na hranici 2,5 % a u nefinančních podniků na hranici 4,2 %. Růst úvěrů domácnostem ve 4. čtvrtletí 2017 činil v průměru 7,5 %. Dynamické tempo růstu v meziročním srovnání mírně zpomalil, avšak úvěry na bydlení nadále dynamicky rostou. Vysoký objem vkladů rezidentů a dostatečné množství likvidity v bankovním systému způsobuje, že domácí bankovní sektor je dlouhodobě nezávislý na zahraničních zdrojích financování. Kapitálová přiměřenost měřená ukazatelem Capital Adequacy Ratio Tier I dosáhla na konci 3. čtvrtletí 2017 výše 16,95 %, což je hodnota vysoko přesahující regulační kapitál.

Hospodaření sektoru vládních institucí

V reakci na recesi v letech 2012 a 2013 přistoupila vláda k fiskální politice podporující oživování domácí agregátní poptávky při současném zvyšování efektivnosti jak na příjmové, tak na výdajové straně státního rozpočtu. V důsledku této strategie a obnoveného hospodářského růstu došlo v roce 2015 k meziročnímu zlepšení salda veřejných financí o 1,3 p. b. na hodnotu -0,6 % HDP a pro rok 2016 byl potom poprvé v historii České republiky vykázán přebytek hospodaření sektoru vládních institucí ve výši 0,7 % HDP. Ministerstvo odhaduje,

že v roce 2017 celkové saldo skončilo přebytkem ve výši 1,1 %, což by představovalo meziroční zlepšení o 0,4 p. b. Vzhledem k opatřením na příjmové i výdajové straně rozpočtu dosahuje očekávaná hodnota strukturálního salda sektoru vládních institucí v roce 2017 výše 0,5 % HDP. Strukturální saldo se tak nalézá přibližně 1,5 p. b. nad hodnotou střednědobého rozpočtového cíle, který pro Českou republiku odpovídá -1,0 % HDP, což implikuje obezřetné hospodaření a udržitelnost veřejných financí.

Obrázek 2: Saldo sektoru vládních institucí České republiky (ESA 2010)



Poznámka: Strukturální saldo dle metodiky Evropské komise. Zdrojem dat je Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018.
Zdroj: MF

Hospodaření státního rozpočtu v hotovostní metodice skončilo na konci roku 2017 mírným schodkem ve výši 6,2 mld. Kč, což je oproti stejnému období roku 2016 výsledek horší o 67,9 mld. Kč. Proti výsledku roku 2016, kdy byl vykázán přebytek 61,8 mld. Kč, došlo k zhoršení především z důvodu poklesu přijatých prostředků z EU a finančních mechanismů. Oproti výši stanovené zákonem o státním rozpočtu České republiky na rok 2017 bylo hospodaření lepší o 53,8 mld. Kč. Jedná se tak o druhý nejlepší výsledek hospodaření státního rozpočtu od roku 1997.

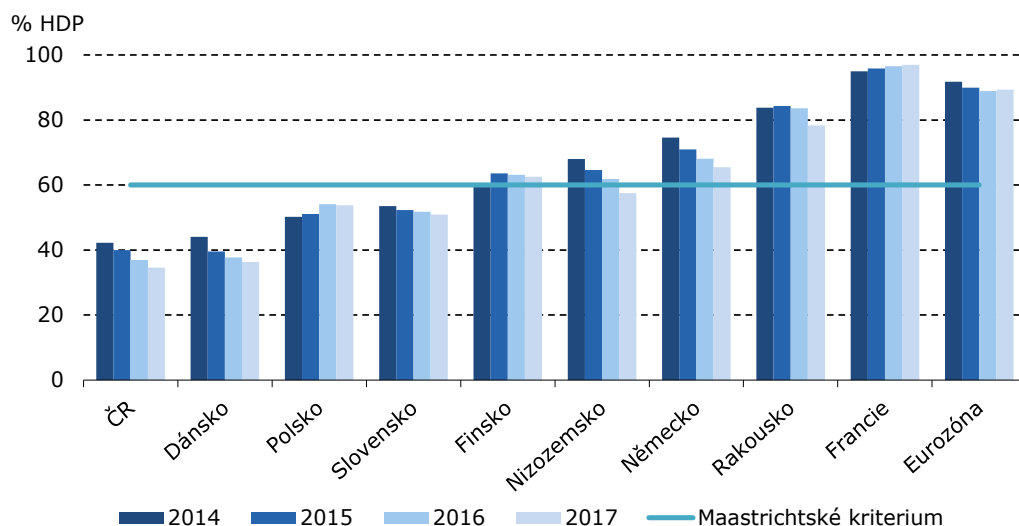
Celkové příjmy státního rozpočtu v roce 2017 dosáhly výše 1 273,6 mld. Kč, což představovalo meziroční pokles o 8,0 mld. Kč, zejména z důvodu nižších přijatých prostředků z rozpočtu EU a finančních mechanismů o 81,9 mld. Kč. Tento negativní faktor byl vyvážen vyšším inkasem daňových příjmů včetně pojistného na sociální zabezpečení, které meziročně vzrostly o 82,4 mld. Kč, a byly tak oproti původně schválenému rozpočtu vyšší o 41,1 mld. Kč. Na překročení celkových příjmů o 24,4 mld. Kč v porovnání s rozpočtovanými se tak podílelo především vyšší než plánované inkaso daňových příjmů včetně pojistného na sociální zabezpečení. Na tomto výsledku se podílel jak efektivnější výběr daní, tak pokračující ekonomický růst

doprovázený rekordně vysokou zaměstnaností a rostoucími platy v podnikatelském i veřejném sektoru. Dokládá to i inkaso daňových příjmů (bez pojistného na sociální zabezpečení a pojistného na veřejné zdravotní pojištění), které na úrovni státního rozpočtů meziročně vzrostlo o 7,0 %.

Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2017 činily 1 279,8 mld. Kč, což představovalo meziroční růst o 60,0 mld. Kč. Oproti výdajům uvedeným v původně schváleném rozpočtu byla dosažena úspora výdajů ve výši 29,5 mld. Kč. Kombinace mírně deficitního hospodaření a nízkých úrokových sazeb vedla k významné úspoře úrokových výdajů souvisejících s obsluhou státního dluhu oproti schválenému rozpočtu, a to o 6,2 mld. Kč.

Dle říjnové notifikace klesl v roce 2016 konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí v poměru k HDP o 3,2 p. b. na 36,8 % HDP. V roce 2017 se očekává další pokles zadlužení o 2,2 p. b. na 34,6 % HDP. Z hlediska plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a pravidel Paktu o stabilitě a růstu pro výši zadlužení se tak ukazatel nachází bezpečně jak pod hranicí 60 % HDP, tak i pod limitem národního dluhového pravidla, jež vstoupilo v platnost v únoru 2017 (zákon č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové zodpovědnosti).

Obrázek 3: Dluh sektoru vládních institucí ve vybraných zemích EU (ESA 2010)



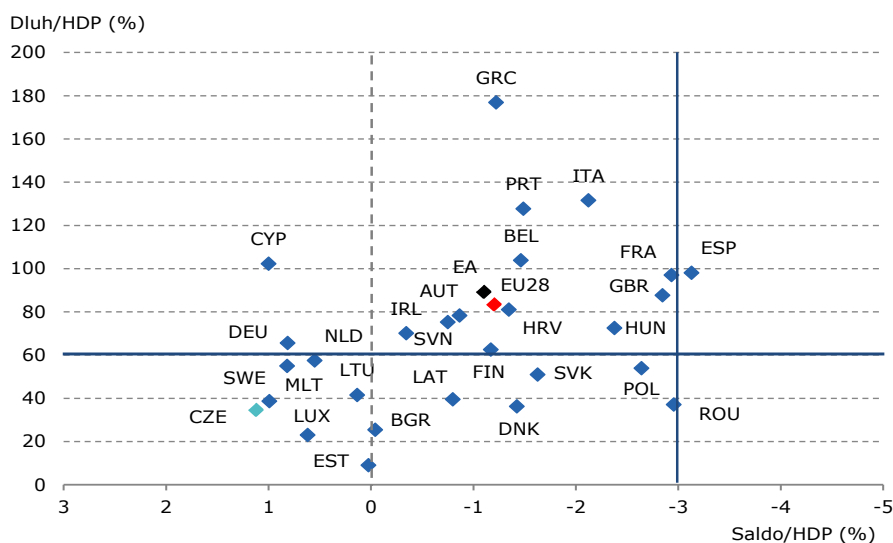
Poznámka: Maastrichtské kritérium je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %. Eurozóna je uvedena v pojetí zahrnujícím 19 zemí. Zdrojem pro data za roky 2014 až 2017 je Fiskální výhled – listopad 2017. V případě ČR byla použita pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018. Zdroj: MF

Dle mezinárodního porovnání se řadí Česká republika mezi nejlépe hospodařící země EU. Na základě aktuální predikce by měla Česká republika vykázat v roce 2017 saldo hospodaření sektoru vládních institucí na úrovni 1,1 % HDP. V případě dluhu sektoru vládních institucí vykazuje Česká republika v roce 2016 i 2017 čtvrté nejnížší relativní zadlužení v EU. Nižší zadlužení je možné zaznamenat pouze u Estonska, Lucemburska a Bulharska.

K významnému snižování poměru dluhu sektoru vládních institucí z úrovně 44,9 % HDP v roce

2013 až na očekávanou úroveň 34,6 % HDP v roce 2017 kladně přispívá, vedle dynamického růstu HDP, i fiskální úsilí vlády, přebytkové hospodaření subsektoru místních vládních institucí a pokles úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu. Neméně důležitým faktorem je efektivnější řízení likvidity státní pokladny a zapojování disponibilních prostředků ke krátkodobému financování státu, což má dlouhodobý pozitivní vliv na nižší hrubou výpůjční potřebu státu, jakož i na úrokové náklady na obsluhu státního dluhu.

Obrázek 4: Dluh a saldo sektoru vládních institucí v zemích EU v roce 2017 (ESA 2010)



Zdroj: MF, Eurostat

Finanční trhy

Výnosy českých státních dluhopisů během roku 2017 vykazovaly značně nestabilní vývoj, z důvodu očekávání ukončení kurzového závazku ČNB, jeho následného opuštění 6. dubna 2017 a postupného zvyšování základních úrokových sazeb. S platností od 4. srpna 2017 došlo ke zvýšení dvoutýdenní repo sazby ČNB na 0,25 % p. a. a s platností od 3. listopadu 2017 o dalších 25 bazických bodů na 0,50 % p. a. V souladu se změnou měnové politiky došlo v porovnání s předchozím rokem v druhé polovině roku 2017 k celkovému růstu výnosů státních dluhopisů podél celé výnosové křivky.

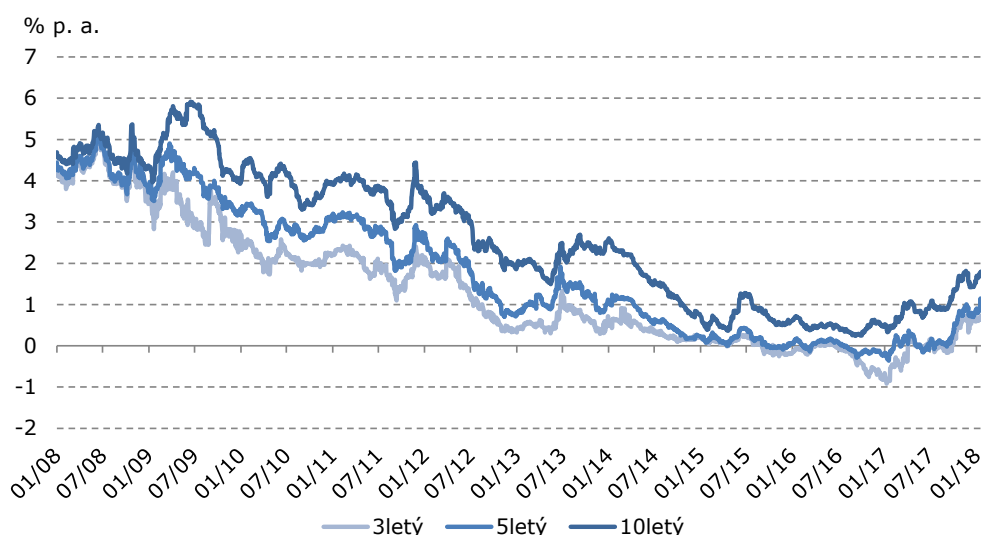
V lednu 2017 výnos 10letého státního dluhopisu stagnoval kolem průměrné hodnoty 0,4 % p. a. a dokonce se dostal i pod úroveň německého „bundu“ se stejnou dobou do splatnosti. Výnos 3letého státního dluhopisu dosáhl 10. ledna historicky nejnižšího výnosu -0,92 % p. a. Významný nárůst poptávky po českých státních dluhopisech ze strany zahraničních investorů napomohl stabilizovat výnosy, což bylo v kontrastu s lednovým růstem úrokových sazeb na mezinárodním trhu. V následujících měsících došlo k postupnému nárůstu výnosu 10letého státního dluhopisu až k hodnotě 1,0 % p. a. ke konci března 2017. Krátký konec výnosové křivky byl primárně determinován předpokládaným ukončením kurzového závazku ČNB a výnosy státních dluhopisů se splatností do 3 let zůstávaly v poměrně hlubokém záporu.

Ukončení kurzového závazku ČNB nevedlo k výprodeji dluhopisů a prudkému nárůstu výnosů na trhu státních dluhopisů. I přes mírný posun krátkého konce výnosové křivky nahoru, výnosy státních dluhopisů do dvou let zůstaly ve významném záporu. K výraznějšímu nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb nedošlo ani na dlouhém konci výnosové křivky, naopak do konce května poklesl výnos 10letého státního dluhopisu zpět k úrovni 0,7 % p. a.

Mezi koncem dubna a červnem byly výnosy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ovlivněny zařazením do GBI-EM indexu banky J.P. Morgan, což vytvářelo tlak na jejich pokles. Od druhé poloviny června 2017 v souladu s vývojem na mezinárodním trhu a nárůstem inflačních očekávání začaly výnosy českých státních dluhopisů růst. Ve prospěch růstu výnosů bylo očekávání s ohledem na další utážení měnových podmínek ze strany ČNB. Výnos 10letého státního dluhopisu se dostal na začátku července až k úrovni 1,1 % p. a., v období do poloviny září se v průměrný výnos pohyboval v rozmezí 0,9 % až 1,0 % p. a.

Od poloviny září začaly výnosy státních dluhopisů prudce růst z důvodu očekávaného dalšího zvýšení základní úrokové sazby ČNB. Lokálního maxima dosáhl výnos 10letého státního dluhopisu dne 21. listopadu 2017, kdy se dostal na úroveň 1,8 % p. a. Do konce prosince však klesl na úroveň kolem 1,4 % p. a.

Obrázek 5: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů



Zdroj: Thomson Reuters

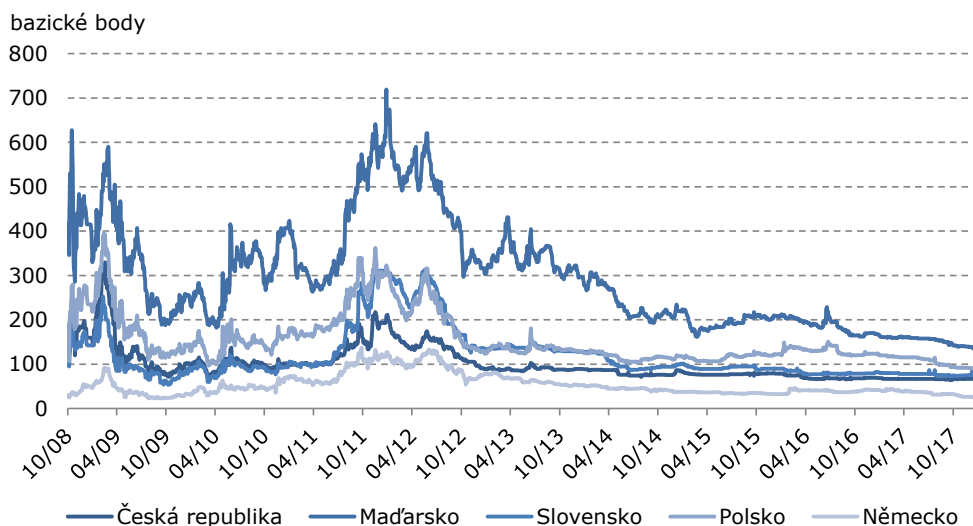
Výnosy českých desetiletých dluhopisů se z historického hlediska stále drží na relativně nízké úrovni a dlouhodobě se nachází pod průměrem EU. Důvody je možné spatřovat i ve zdravých makroekonomických fundamentech České republiky, efektivním řízení veřejných financí a likviditě státní

pokladny. Důležitým dlouhodobým faktorem dynamiky výnosů státních dluhopisů zůstává důvěryhodná fiskální politika vlády a konzervativní přístup k řízení státního dluhu s pozitivním dopadem na důvěru investorů, která se odráží ve vysoké poptávce po střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisech v aukcích. Široká nabídka fixně i variabilně úročených dluhových instrumentů v jednotlivých segmentech bezrizikové výnosové křivky vytváří dostatečný sortiment pro investory k diverzifikaci dluhového portfolia bez nutnosti využívání úrokových swapů. Naproti tomu flexibilní emisní strategie umožňuje Ministerstvu rychle reagovat na neustále se měnící tržní podmínky.

O vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů vypovídá situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swap“ (CDS), kde tržní účastníci v případě zajišťování kreditního rizika České republiky platí stejně jako v předchozím roce nejnižší rizikovou přírážku v porovnání s Polskem, Maďarskem a Slovenskem.

Obrázek 6: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa (10 let)



Zdroj: Thomson Reuters

Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí rozpětí vůči srovnatelným swapovým sazbám, tzv. „asset swap spread“ naznačuje pokles rizikové premie

českých státních dluhopisů přibližně od poloviny roku 2016, zejména na krátkém konci výnosové křivky.

Obrázek 7: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů



Zdroj: Thomson Reuters

Od poloviny roku 2012 bylo možné dlouhodobě sledovat nízké rozpětí mezi českými státními dluhopisy a německými „bundy“. Poté, co se výnos státního dluhopisu se splatností 10 let dostal v lednu 2017 i těsně pod úroveň německého „bundu“, rozpětí začalo v další části roku narůstat. V průběhu roku 2017 vývoj korunových státních dluhopisů často nekoreloval

s vývojem na eurovém dluhopisovém trhu. Hlavním důvodem byla divergence měnové politiky ČNB, která započala cyklus růstu úrokových sazeb, zatímco ECB pokračovala i nadále v uvolněné měnové politice. Rozšíření úrokového diferenciálu vůči dvoutýdenní repo sazbě ČNB se tak projevilo i v nárůstu rozpětí vůči německým „bundům“ v druhé polovině roku 2017.

V polovině března 2016 snížila ECB úrokovou sazbu z vkladové facility o 10 bazických bodů z -0,30 % na -0,40 %, kterou udržovala ve stejné výši i v průběhu celého roku 2017. ECB na svém zasedání 8. prosince 2016 prodloužila dále program nákupů aktiv (Asset purchase programme). Zatímco do března 2017 nakupovala finanční aktiva v celkové jmenovité hodnotě 80 mld. EUR měsíčně, od dubna

2017 do prosince 2017 objem snížila na 60 mld. EUR měsíčně. Na konci října rozhodla ECB o snížení čistých nákupů aktiv na 30 mld. EUR s počátkem od ledna 2018, které by měly pokračovat až do září 2018. ECB si ponechává otevřenou možnost dalšího prodloužení programu, s ohledem na udržitelný vývoj inflace ve střednědobém horizontu.

Obrázek 8: Porovnání výnosů českých a německých desetiletých státních dluhopisů



Zdroj: Thomson Reuters

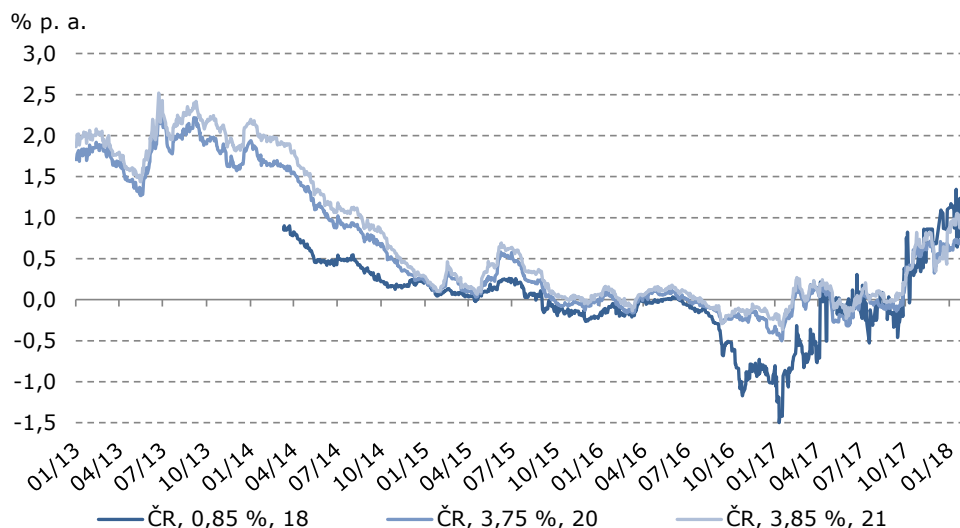
Pozitivní dopad na úroveň výnosů státních dluhopisů a atraktivitu českých státních dluhopisů ze strany investorů přináší dlouhodobě nízká prémie za nelikviditu, kterou potvrzuje klesající konkurenční rozpětí hlavně u dluhopisů povinně kotovaných na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic. Investoři tak požadují nižší přírážku za nelikviditu v situaci bezproblémového prodeje státních dluhopisů na fungujícím sekundárním trhu. To se následně odráží v celkovém poklesu výnosů státních dluhopisů s pozitivním dopadem na snižování úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu.

V období globálních přebytků likvidity na mezibankovních trzích hledají investoři další možnosti zhodnocení volné likvidity, případně mají zájem o vyhnutí se záporného úročení zůstatků v eurech. Likvidita poskytovaná centrálními bankami na dlouhodobém základě se projevuje ve zploštění celé bezrizikové výnosové křivky. Státní dluhopisy poskytují investiční alternativu při nulových nebo záporných mezibankovních úrokových sazbách.

Krátký konec výnosové křivky je do značné míry ovlivňován měnově-politickými rozhodnutími ČNB.

K poklesu výnosů českých státních dluhopisů v prvním čtvrtletí 2017 pozitivně přispěl alternativní nástroj měnové politiky v podobě jednostranného kurzového závazku ČNB. Výnos Státního dluhopisu České republiky, 2014-2018, 0,85 % se v půlce ledna 2017 dostal až k hranici -1,5 % p. a. Po ukončení kurzového závazku došlo v průběhu roku 2017 k postupné normalizaci výnosů na krátkém konci výnosové křivky a následnému růstu v souladu se zvyšováním základních úrokových sazeb ČNB, ačkoliv záporné výnosy na krátkém konci výnosové křivky přetrvávaly až do začátku října 2017. Zahraniční investoři se zřejmě stali dlouhodobějšími investory do českých státních dluhopisů se strategií držby do splatnosti. To potvrzuje struktura držitelů českých státních dluhopisů, když podíl nerezidentů na státních dluhopisech vydaných na domácím trhu se z březnových 47,3 % (před ukončením kurzového závazku) snížil na 41,6 % na konci roku 2017. V kontextu aprece české koruny a očekávání růstu úrokového diferenciálu nemají zahraniční investoři motivaci k rychlému uzavírání pozic, což by se mělo i nadále pozitivně projevit v poptávce po českých státních dluhopisech.

Obrázek 9: Vývoj vybraných dluhopisů v krátkém a střednědobém segmentu výnosové křivky



Zdroj: Thomson Reuters

Nesterilizované devizové intervence rovněž přispěly k dlouhodobému navýšení likvidity bankovního systému v České republice. Volnou likviditu mohou finanční instituce potenciálně umísťovat také do krátkodobých státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek. Na konci roku 2017 dosáhly vklady bank u ČNB výše 2,3 bilionu Kč.

V segmentech splatnosti do 1 roku aukční výnosy státních pokladničních poukázek v roce 2017 při všech aukcích dosáhly záporných hodnot. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2017 činil -0,51 % p. a. V listopadu a prosinci 2017 Ministerstvo využilo k emisi státních pokladničních poukázek kalendářní efekt konce roku.

Ratingové hodnocení České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, což potvrzují vysoká ratingová hodnocení se stabilním či pozitivním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. Česká republika má nejvyšší celkové ratingové hodnocení ze všech

zemí střední a východní Evropy a několik let se již pohybuje také nad průměrným ratingovým hodnocením členských zemí eurozóny. V roce 2017 všechny významné ratingové agentury potvrdily ratingová hodnocení České republiky, v případě Fitch Ratings došlo ke zlepšení výhledu u dlouhodobých závazků v domácí i cizí měně na pozitivní.

Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraniční dlouhodobé závazky	Výhled	Udělen/potvrzen
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní	26. 8. 2017 ¹
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	19. 1. 2018
Fitch Ratings	A+	Pozitivní	A+	Pozitivní	8. 2. 2018
JCR	AA-	Pozitivní	A+	Pozitivní	27. 9. 2016
R&I	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	2. 7. 2017
Scope Ratings	AA	Stabilní	AA	Stabilní	26. 1. 2018
Dagong Global Credit Rating	A+	Stabilní	A+	Stabilní	8. 2. 2017

¹Tzv. „Credit Opinion“ v rámci stávajícího hodnocení.

Zdroj: Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, JCR, R&I, Scope Ratings, Dagong Global Credit Rating

2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu

Výpůjční potřeba představuje klíčovou veličinu systému veřejných financí národního hospodářství, která určuje výši peněžních prostředků, které bude získávat vláda v průběhu příslušného kalendářního roku prostřednictvím alternativních výpůjčních operací zejména na finančních trzích, aby bylo zajištěno dosažení pokrytí celkové plánované roční potřeby financování jako nutné podmínky pro hladkou realizaci státního rozpočtu a hospodářské politiky vlády.

Vedle těchto výpůjčních operací státu, které jsou hlavním určujícím faktorem změny hodnoty státního dluhu, může být potřeba financování kryta také operacemi se státními finančními aktivy, případně hospodařením s dalším majetkem státu v rámci mimorozpočtových rozvahových operací, anebo zapojením disponibilních zdrojů státní pokladny prostřednictvím refinančních mechanismů.

Potřeba a zdroje financování

Potřeba financování je určena standardními komponentami, které je v daném roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, tj. jedná se zejména o hotovostní schodek státního rozpočtu a o veškeré splátky a zpětné odkupy a výměny jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících

derivátů. Financující operace na straně státních finančních aktiv a v rámci souhrnných účtů státní pokladny potom probíhají na straně zdrojů peněžních prostředků, které mohou být zapojeny do krytí potřeby financování paralelně s výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování

mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Primární saldo státního rozpočtu	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5	-102,4	-33,6
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu ¹	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3	40,7	39,8
Splátky SDD ²	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9	157,8	209,4
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9
Splátky SPP ³	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu ³	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5	1,7	5,1
Potřeba financování celkem	361,3	400,2	388,8	365,3	311,2	214,5	241,7
Hrubá emise SPP ^{3,4}	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2	44,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu ³	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu ⁴	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4	211,6	213,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích ⁴	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD ⁵	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0	1,0	0,6
Přijaté zápůjčky a úvěry	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	-8,2	-71,8	78,9	99,7	43,2	-2,3	-16,1
Zdroje financování celkem	361,3	400,2	388,8	365,3	311,2	214,5	241,7
Hrubá výpůjční potřeba	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9	257,7

¹ Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

² Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

³ Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvingu ostatních peněžních instrumentů.

⁴ Jmenovitá hodnota; prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

⁵ Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

V roce 2017 poklesla potřeba financování oproti původnímu plánu uveřejněnému ve Strategii o 49,0 mld. Kč. Pokles potřeby financování byl zapříčiněn především výrazně lepším hospodařením státního rozpočtu, který dosáhl schodku 6,2 mld. Kč. Oproti

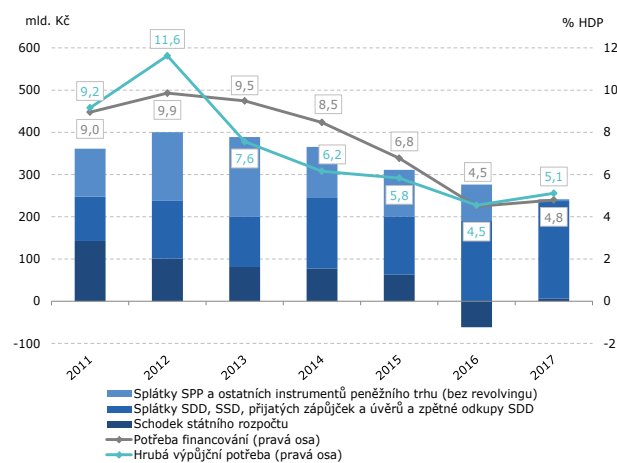
schválenému deficitu byl nižší o 53,8 mld. Kč. Na tomto hospodaření se podílely i úspory čistých výdajů na obsluhu státního dluhu, které byly nižší o 6,6 mld. Kč oproti rozpočtované výši.

Celková potřeba financování je korigována v souladu s doporučenou mezinárodní metodikou OECD o revolvingové operace se státními pokladničními poukázkami a o refinanční operace s ostatními hotovostními a jinými instrumenty peněžního a depozitního trhu, které probíhají v rámci kalendářního roku a neovlivňují tak v průběhu roku čistou meziroční změnu těchto složek vztáženou ke konci jednotlivých let. Do celkové roční potřeby financování v daném roce tak vstupují pouze stavy těchto krátkodobých instrumentů ke konci roku předchozího.

Následující obrázek zachycuje podíl potřeby financování a jejích složek na HDP, včetně stavu státních pokladničních poukázek a ostatních hotovostních a jiných instrumentů peněžního a depozitního trhu v oběhu ke konci předchozího období, které je také nezbytné refinancovat v běžném roce, a podíl hrubé výpůjční potřeby na HDP. Potřeba financování vykazuje od roku 2012 klesající trend jak v absolutním vyjádření, tak i při vyjádření jako podílu na HDP. Ve vztahu k HDP došlo v roce 2017 k

nepatrnému meziročnímu nárůstu o 0,3 p. b., přesto v porovnání s rokem 2015 došlo k poklesu o 2,0 p. b.

Obrázek 10: Potřeba financování



Poznámka: HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 2011-2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky - leden 2017. Splátky SDD včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací. Zdroj: MF, ČSÚ

Financování hrubé výpůjční potřeby

Hrubá výpůjční potřeba určuje tu část zdrojů pokrytí potřeby financování, které jsou zajišťovány výpůjčními operacemi státu, tj. stanovuje celkovou

výši peněžních prostředků, kterou si musí vláda opatřit zejména prostřednictvím vydávání a prodeje státních dluhopisů a přijímání zápujček a úvěrů.

Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby

mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubá výpůjční potřeba	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9	257,7
Hrubá emise SPP ^{1,2}	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2	44,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu ¹	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu ²	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4	211,6	213,1
Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let ^{2,3}	45,3	31,4	37,8	37,3	100,0	119,6	84,2
Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let ^{2,3}	73,6	93,3	79,6	50,0	23,3	48,4	70,9
Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let ^{2,3}	61,4	39,9	28,3	65,9	57,1	43,7	58,0
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích ²	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD ⁴	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0	1,0	0,6
Přijaté zápujčky a úvěry	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Financování hrubé výpůjční potřeby celkem	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9	257,7

¹ Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolingu ostatních peněžních instrumentů.

² Jmenovitá hodnota; premie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

³ Zbytková doba do splatnosti v den vypořádání transakce.

⁴ Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

Výsledná hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k aktivnímu zapojování finančních aktiv nebo operací řízení likvidity jako zdroje financování, což nastalo například v letech 2013 až 2015, a naopak může být vyšší, pokud dochází k akumulaci finančních aktiv prostřednictvím výpůjčních operací státu, ke kterému docházelo v letech 2011 a 2012. V průběhu roku 2017 docházelo především k akumulaci finančních

aktiv prostřednictvím zvýšených krátkodobých výpůjčních operací ve formě státních pokladničních poukázek splatných v roce 2017 za účelem získání dodatečných příjmů státního rozpočtu z titulu aukčních premií. Peněžní prostředky získané z těchto operací byly dále investovány v rámci řízení likvidity státní pokladny s pozitivním dopadem na státní rozpočet.

Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba je hlavním faktorem změny nominální korunové hodnoty hrubého státního dluhu a je určena rozdílem hrubé výpůjční potřeby a celkových splátek jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících derivátů. V případě nulové čisté změny státních finančních aktiv odpovídá čistá výpůjční potřeba součtu schodku státního rozpočtu a případné mimorozpočtové potřeby financování. Čistá výpůjční potřeba tedy ukazuje výši peněžních prostředků, které si

bude muset vláda nově vypůjčit nad rámec již vypůjčených prostředků v předchozích letech splatných v běžném roce.

Čistá výpůjční potřeba je financována stejnými instrumenty jako hrubá výpůjční potřeba. Při financování čisté výpůjční potřeby je ale nutné zohlednit výši celkových splátek jmenovitých hodnot (jistin) daných instrumentů dluhového portfolia, včetně souvisejících derivátů.

Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba

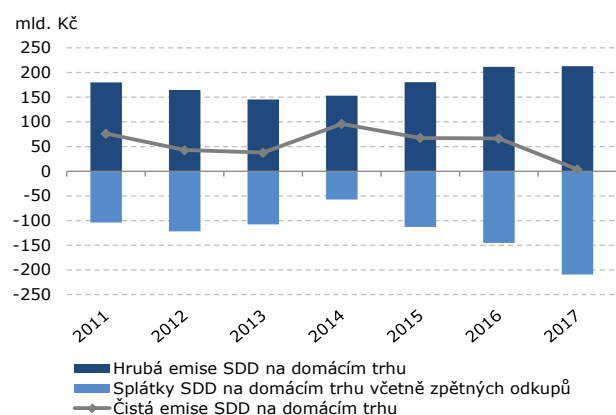
mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubá výpůjční potřeba	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9	257,7
Splátky SDD ¹	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9	157,8	209,4
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9
Splátky SPP ²	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu ²	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5	1,7	5,1
Čistá výpůjční potřeba	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4	22,2

¹ Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

² Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvingu ostatních peněžních instrumentů.

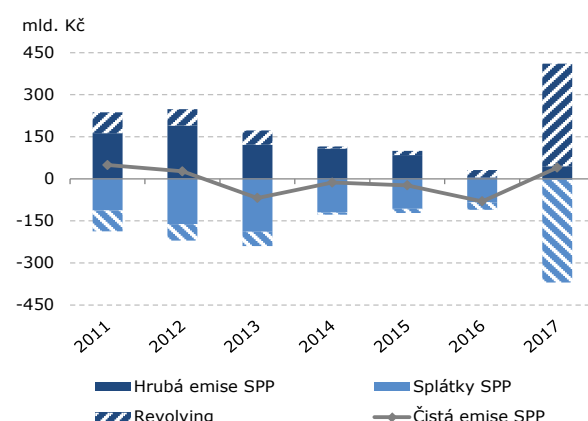
Zdroj: MF

Obrázek 11: Čistá emise SDD na domácím trhu



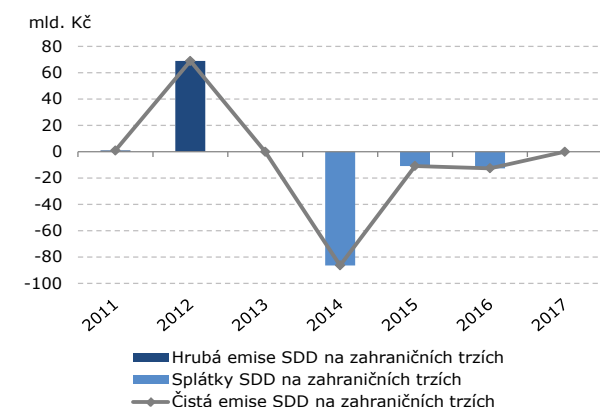
Zdroj: MF

Obrázek 13: Čistá emise SPP na domácím trhu



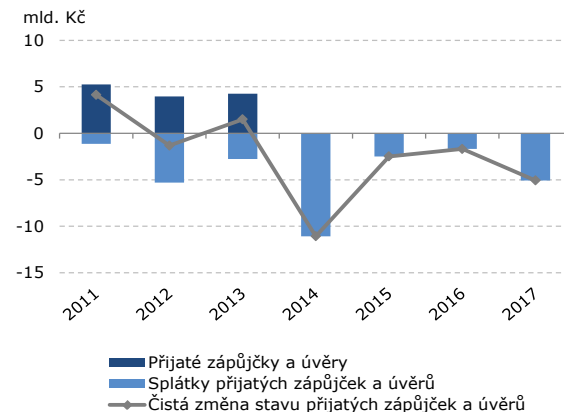
Zdroj: MF

Obrázek 12: Čistá emise SDD na zahraničních trzích



Zdroj: MF

Obrázek 14: Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů



Zdroj: MF

Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu

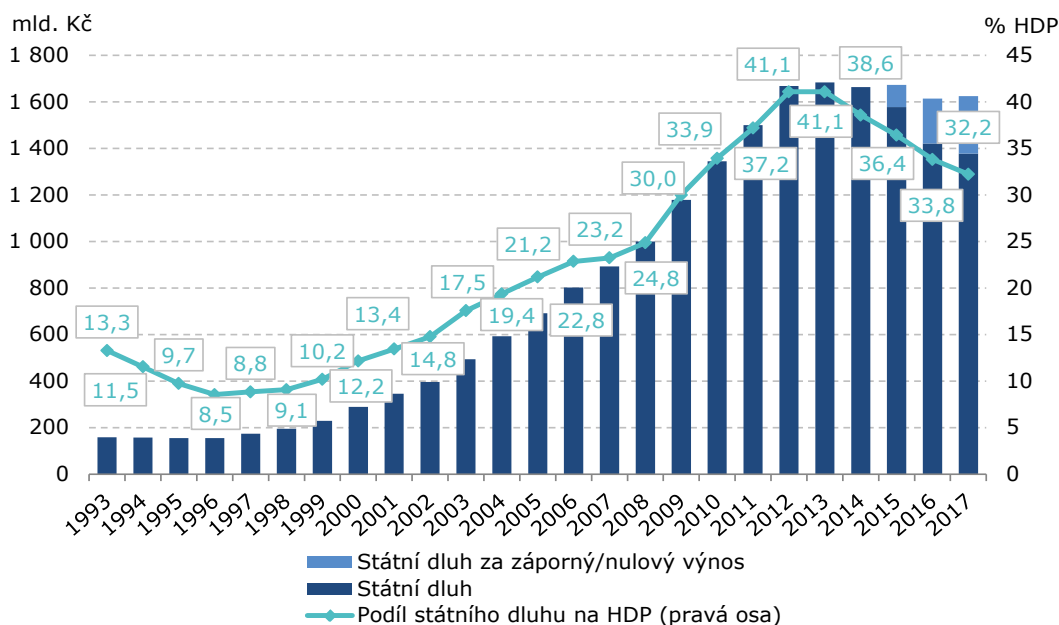
mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubý státní dluh k 1. 1.	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	1 613,4
Primární saldo státního rozpočtu	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5	-102,4	-33,6
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu ¹	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3	40,7	39,8
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	8,2	71,8	-78,9	-99,7	-43,2	2,3	16,1
Čistá výpůjční potřeba	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4	22,2
Čistá emise SPP	49,3	26,5	-68,2	-13,3	-23,2	-80,2	39,8
Čistá změna stavu ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	2,5	-0,4	-2,2	0,0
Čistá emise SDD na domácím trhu	76,2	42,9	37,7	96,0	67,4	66,4	3,8
Čistá emise SDD na zahraničních trzích	0,9	69,0	0,0	-86,4	-10,8	-12,6	0,0
Čistá emise SSD	20,4	35,8	31,4	-9,7	-10,9	-29,2	-16,3
Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů	4,1	-1,3	1,5	-11,1	-2,5	-1,7	-5,1
Financování čisté výpůjční potřeby	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4	22,2
Přecenění státního dluhu ²	4,5	-4,4	13,4	2,3	-10,3	-0,2	-10,9
Čistá změna stavu směnek	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Změna hrubého státního dluhu	155,3	168,3	15,7	-19,7	9,3	-59,6	11,3
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	1 613,4	1 624,7
Podíl na HDP (%)³	37,2	41,1	41,1	38,6	36,4	33,8	32,2

¹ Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

² Zahrnuje přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách z titulu kurzových rozdílů a konsolidaci dluhu státu z dluhopisů, které byly při jejich vydání zapsány nejprve na majetkový účet, který vede Ministerstvo v příslušné evidenci, po dobu, co jsou na tomto účtu zapsány, jakož i vlastní dluhopisy nabyté státem jako jejich emitentem před datem jejich splatnosti, a peněžní prostředky přijaté nebo splacené v rámci zápůjčních facilit poskytnutých z jaderného portfolia.

³ HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 2011 – 2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018.

Zdroj: MF, ČSÚ

Obrázek 15: Vývoj státního dluhu České republiky

Poznámka: HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 1993-2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018.

Zdroj: MF, ČSÚ

Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia

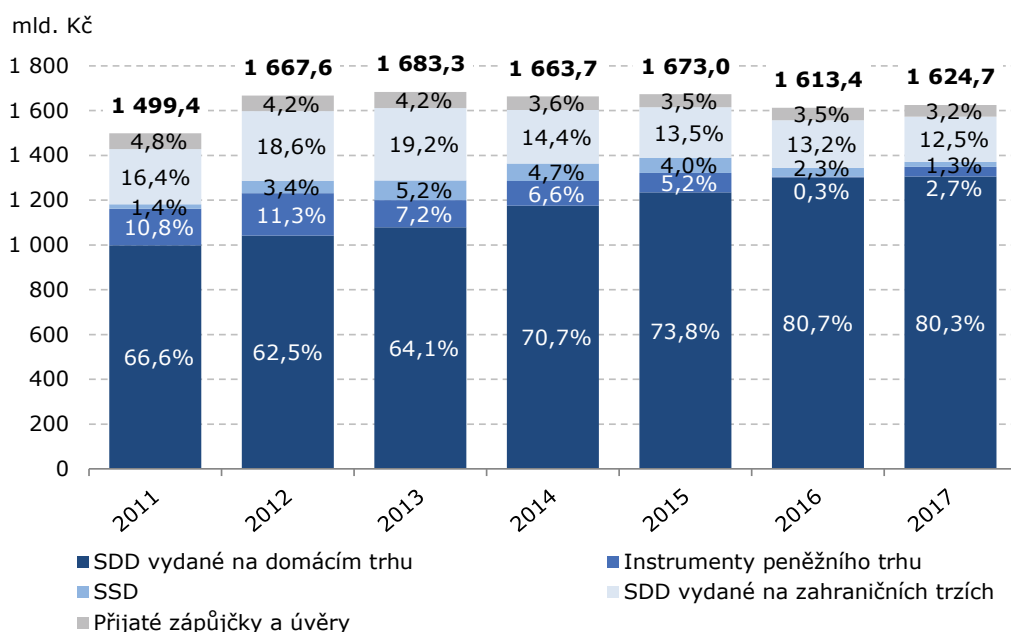
mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubý státní dluh	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	1 613,4	1 624,7
SPP	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2	44,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	2,5	2,9	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SDD vydané na domácím trhu	999,1	1 042,0	1 079,7	1 175,7	1 235,2	1 301,6	1 305,4
SDD vydané na zahraničních trzích	245,7	310,3	323,7	239,6	225,6	213,5	202,6
SSD	20,4	56,2	87,6	77,8	66,9	37,8	21,5
Přijaté zápůjčky a úvěry	71,3	70,0	71,5	60,4	58,0	56,3	51,2
Směnky	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidní státní finanční aktiva	119,7	191,5	116,7	67,8	77,1	62,2	60,5
Jaderné portfolio	16,6	18,5	20,7	22,7	24,5	25,6	27,2
Důchodové portfolio	22,0	22,4	22,6	22,7	22,9	23,0	23,1
Účelové účty státních finančních aktiv	10,5	10,6	10,7	10,9	11,1	10,7	10,1
Pře-půjčování nad 1 rok ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků ²	70,6	139,9	62,7	11,5	18,6	2,9	0,2
Státní finanční aktiva	121,4	193,2	116,7	67,8	77,1	62,2	60,5
Likvidní státní finanční aktiva	119,7	191,5	116,7	67,8	77,1	62,2	60,5
Pře-půjčování ³	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté dluhové portfolio	1 378,0	1 474,4	1 566,7	1 595,8	1 595,9	1 551,2	1 564,2

¹ Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí méně než 12 měsíců.

² Volné peněžní prostředky vytvářené dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Včetně vlivu kurzových rozdílů korunové hodnoty cizoměnové části rezervy peněžních prostředků.

³ Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí více než 12 měsíců.

Zdroj: MF

Obrázek 16: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů

Zdroj: MF

Řízení likvidity státní pokladny

Po opuštění režimu devizových intervencí České národní banky dne 6. dubna 2017 a v podmínkách postupného růstu úrokových sazeb Ministerstvo i nadále pokračovalo v racionalizaci volné likvidity státní pokladny v souladu s nejmodernějšími principy řízení vládních financí. Rezervu peněžních prostředků, která byla v minulých letech vytvářena především emisní činností při souvztažném růstu hrubého státního dluhu, tak plně nahradily peněžní prostředky centrálního systému řízení souhrnných účtů státní pokladny.

S účinností od 10. května 2016 došlo dle zákona č. 128/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), ve znění pozdějších předpisů ke klíčovému rozšíření souhrnných účtů státní pokladny, a to o účty Všeobecné zdravotní pojišťovny České republiky, včetně zvláštního účtu veřejného zdravotního pojištění, účty resortních, oborových, podnikových a dalších zdravotních pojišťoven a svazů zdravotních pojišťoven, které se tak staly

povinnými klienty státní pokladny. Zároveň se také povinným klientem stala státní organizace Správa železniční dopravní cesty, která byla doposud v režimu nepovinného klienta státní pokladny.

Dne 10. února 2017 skončilo devítiměsíční přechodné období, během kterého si museli noví povinní klienti státní pokladny spolu se státními příspěvkovými organizacemi zřídit účty u ČNB a převést na ně prostředky z dosavadních účtů u bank nebo ostatních poskytovatelů platebních služeb. V této souvislosti došlo k rozšíření souhrnných účtů státní pokladny o účty těchto klientů, na kterých eviduje Ministerstvo nárůst zůstatku oproti roku 2016 v průměrné výši 49,3 mld. Kč. Státní pokladna je tak efektivněji řízena dle aktuálních potřeb státu a současně i lépe zhodnocována investováním v rámci řízení likvidity státní pokladny. Tím také došlo k dalšímu posílení pozice České republiky na finančním trhu umožňující další zefektivnění řízení výpůjčních operací státu a snížení úrokových výdajů státního rozpočtu.

Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny

mld. Kč, mld. EUR	2015		2016		2017	
	CZK	EUR	CZK	EUR	CZK	EUR
Likvidní státní finanční aktiva	58,5	0,7	59,3	0,1	60,3	0,0
Povinní klienti státní pokladny ¹	114,3	2,0	156,6	0,1	194,6	0,8
Nepovinní klienti státní pokladny	10,0	0,0	29,1	0,0	41,5	0,0
Refinancování ze státní pokladny (-)	-81,8	-0,8	-82,9	-0,1	-57,1	-0,6
Celková likviditní pozice státní pokladny²	101,0	1,9	162,2	0,1	239,4	0,2
Reversní repo operace (kolaterál SPP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál SDD)	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál poukázka ČNB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál cizí cenné papíry)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poskytnutá depa a krátkodobé zápůjčky a úvěry	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pře-půjčování ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investování do cenných papírů	7,5	0,0	8,1	0,0	4,6	0,0
Poskytnutý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peněžní prostředky na souhrnném účtu SP	93,5	0,0	154,1	0,0	234,8	0,0
Peněžní prostředky na účtech v obchodních bankách ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Celková investiční pozice státní pokladny	101,0	1,9	162,2	0,1	239,4	0,2

¹ Bez zahrnutí kvazi-klientů státní pokladny (státní dluh a SFA).

² Disponibilní likvidita státní pokladny včetně investování mimo účty řízení likvidity státní pokladny.

³ Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí méně než 12 měsíců.

⁴ Včetně peněžních prostředků na cestě.

Zdroj: MF

Ministerstvo využilo aktuální situaci na trhu, kdy došlo k dvojímu zvýšení dvoutýdenní repo sazby ze strany České národní banky v průběhu roku 2017, a dosáhlo tak ve srovnání s rokem 2016 o 218,0 mil. Kč vyšších výnosů z investičních operací na peněžním trhu při řízení likvidity státní pokladny. Tento nárůst výnosů byl dále doplněn čistými příjmy z emisní činnosti z titulu záporných výnosů, kterých se především v první polovině roku 2017 dařilo Ministerstvu dosáhnout v primárních aukcích státních dluhopisů ve výši 1 204,7 mil. Kč se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kupónů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu. V roce 2017 obchodovalo Ministerstvo s celkem dvanácti protistranami, kterými jsou jak české, tak i zahraniční banky a instituce.

V rámci řízení likvidity korunové státní pokladny a investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu byly v průběhu roku 2017 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy poukázek ČNB, státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové nominální hodnotě 7 743,7 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená při investování s použitím těchto zástav zaznamenala výrazný nárůst oproti předchozímu roku a dosáhla

0,13 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 5 865,0 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,05 % p. a. Do státního rozpočtu bylo v roce 2017 z výnosů operací v rámci řízení korunové likvidity státní pokladny převedeno celkem 293,5 mil. Kč.

V rámci řízení likvidity eurové státní pokladny nebyly v průběhu roku 2017 realizovány žádné krátkodobé investice. Ministerstvo provedlo krátkodobé zápůjčky v celkové jmenovité hodnotě 65 mil. EUR splatné v rámci roku. Celkový příjem z těchto zápůjček činil 1,0 mil. Kč. Zároveň Ministerstvo realizovalo v roce 2017 devizové swapy se splatnostmi v letech 2017 a 2018 v celkové nominální hodnotě 641 mil. EUR, přičemž průměrná úroková sazba dosažená při těchto operacích činila 31,4 % p. a. Do státního rozpočtu bylo v roce 2017 z výnosů operací v rámci řízení eurové likvidity státní pokladny převedeno celkem 1,0 mil. Kč, dalších 17,7 mil. Kč příjmů bylo převedeno do státního rozpočtu z titulu devizových swapů. Situace na trhu eurových depozit je charakteristická zápornými úrokovými sazbami, zejména z důvodu měnové politiky Evropské centrální banky.

Tabulka 9: Čisté příjmy státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny a emisí se záporným výnosem

mil. Kč	2015	2016	2017	2016/2015	2017/2016
Korunové operace	40,2	59,7	293,5	1,5	4,9
Eurové operace (přepočteno na Kč)	67,1	16,9	1,0	0,3	0,1
Zápůjční facility	3,9	11,6	24,4	3,0	2,1
Devizové swapy	0,0	44,0	17,7	-	0,4
Emisní činnost se záporným výnosem ¹	413,7	803,2	1 204,7	1,9	1,5
Celkem	524,9	935,3	1 541,3	1,8	1,6

¹ Se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kupónů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu.
Zdroj: MF

3 - Program financování a emisní činnost

Program financování v daném roce vymezuje prostor pro realizaci výpůjčních operací a kvantifikuje hodnotu peněžních prostředků, které jsou získány výpůjčními operacemi na finančních trzích nebo od mezinárodních finančních institucí na pokrytí potřeby financování. Strukturu programu

financování tvoří dluhové zdroje, které slouží k financování hrubé výpůjční potřeby. Jedná se o vydávání a prodeje státních dluhopisů na domácím i zahraničních trzích a přijímání zápůjček a úvěrů od mezinárodních finančních institucí.

Plnění programu financování

Pravidelné čtvrtletní vyhodnocování skutečné struktury dluhového portfolia ve vztahu k vyhlášeným strategickým cílům a limitům, které konstituují hlavní parametry veřejně vymezeného strategického benchmarkového portfolia komunikovaného zejména prostřednictvím Strategie a její případné aktualizace, a čtvrtletní aktualizace hrubé výpůjční potřeby a programu

financování obsažené ve Čtvrtletní zprávě o řízení státního dluhu České republiky jsou hlavním nástrojem Ministerstva na podporu důvěryhodnosti a transparentnosti celého procesu řízení státního dluhu a souvisejícího finančního majetku státu a provádění výpůjčních operací na finančních trzích v souladu s nejlepší mezinárodní praxí a doporučovanými standardy.

Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Pro rok 2017 byl v rámci Strategie stanoven emisní plán střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů minimálně ve výši 150 mld. Kč, resp. 180 mld. Kč, když došlo k navýšení emisního plánu o 30 mld. Kč v aktualizaci Strategie, přičemž skutečná hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním a sekundárním trhu činila v tomto roce 213,1 mld. Kč. V prostředí uvolněné měnové politiky a bezprecedentní poptávky ze strany primárních dealerů o státní dluhopisy úročené na krátkém konci výnosové křivky, využilo Ministerstvo příznivých podmínek na finančním trhu, kdy výnosy státních dluhopisů s relativně krátkou dobou do splatnosti dosahovaly záporných hodnot, a přizpůsobilo tak svou emisní činnost, když se podařilo na primárním a sekundárním trhu umístit střednědobé a dlouhodobé dluhopisy za záporný výnos v celkové jmenovité hodnotě 83,3 mld. Kč, čímž získalo dodatečné peněžní prostředky ve výši 490,6 mil. Kč.

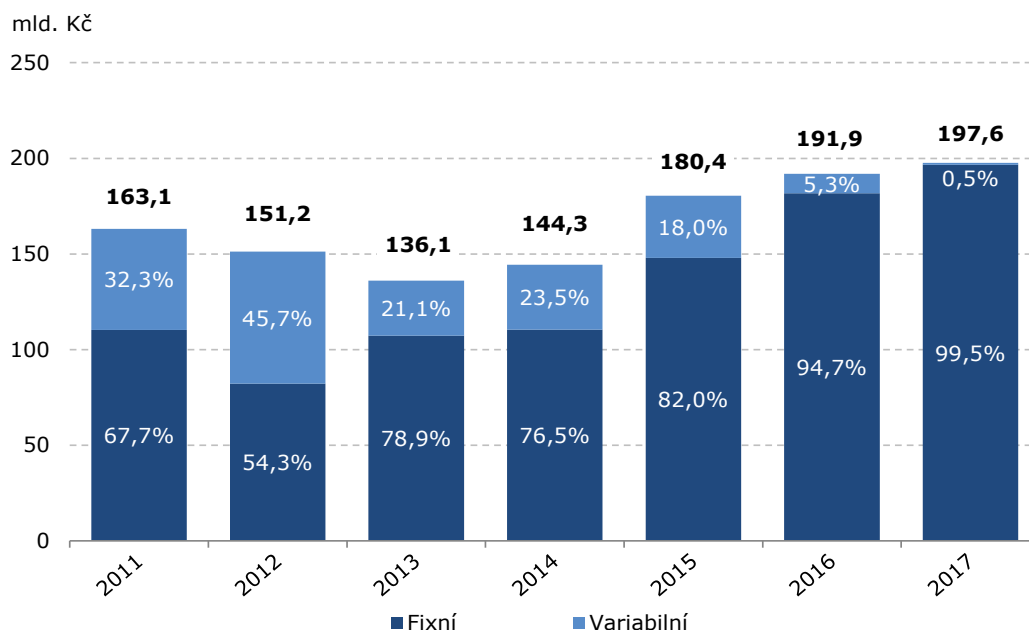
S opuštěním kurzového závazku koruny vůči euru a zejména s dvojnásobným navýšením základních úrokových sazeb České národní banky v průběhu druhého pololetí roku 2017, které se projevilo v růstu výnosů státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky, se Ministerstvo v souladu se Strategií zaměřilo na plnění definovaných cílů a limitů pro střednědobý horizont a začalo ve větší míře prodávat střednědobé

a dlouhodobé státní dluhopisy s relativně delší dobou do splatnosti.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2017 uskutečněno celkem 58 primárních aukcí ve 22 aukčních dnech. V jeden aukční den byly nabízeny až tři různé státní dluhopisy. Ministerstvo nabízelo v aukcích téměř výhradně fixně úročené dluhopisy včetně dluhopisů bez výnosu, jejichž podíl dosahoval 99,5 %. Vzhledem k nízkým výnosům a očekávanému nárůstu referenčních úrokových sazeb Ministerstvo omezilo emisi variabilně úročených státních dluhopisů s pozitivním dopadem na úrokové riziko dluhového portfolia, jejichž podíl na hrubé emisi na primárním trhu činil 0,5 %.

Ministerstvo na primárním trhu doprodalo z vlastního majetkového účtu střednědobé dluhopisy bez výnosu se splatnostmi v letech 2018 a 2019, a dále vydalo 10., resp. 24. února 2017 první tranše nových střednědobých dluhopisů bez výnosu se splatností v roce 2020, resp. 2022 s cílem maximálního využití příznivých tržních podmínek přetrvávajících zejména v prvním pololetí k získání dodatečných peněžních prostředků v podobě aukčních premií. Ministerstvo tak prodalo v roce 2017 střednědobé státní dluhopisy bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 69,6 mld. Kč.

Obrázek 17: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu



Zdroj: MF

Ministerstvo vydalo v roce 2017 čtyři nové emise, a to Státní dluhopis České republiky, 2017–2020, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 40,3 mld. Kč v osmi tranších, Státní dluhopis České republiky, 2017–2027, 0,25 % v celkové jmenovité hodnotě 23,4 mld. Kč v sedmi tranších, Státní dluhopis České republiky, 2017–2033, 2,00 % v celkové jmenovité hodnotě 5,4 mld. Kč ve třech tranších a Státní dluhopis České republiky, 2017–2022, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 0,9 mld. Kč ve třech tranších.

Ministerstvo se i v roce 2017 snažilo využít příznivé podmínky na finančních trzích, kdy výnosy státních dluhopisů úročených na krátkém konci výnosové křivky vzhledem k bezprecedentnímu zájmu primárních dealerů dosahovaly záporných hodnot, a zejména v prvním pololetí prodávalo státní dluhopisy v segmentu splatnosti do 3 let. V rámci tohoto segmentu prodalo Ministerstvo Státní dluhopis České republiky, 2017–2020, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 40,3 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2016–2018, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 19,2 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2016–2019, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 9,2 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2013–2019, 1,50 % v celkové jmenovité hodnotě 5,2 mld. Kč. Segment do 3 let tak tvoří 37,3 % celkové hrubé emise na primárním trhu, což představuje pokles oproti roku 2016 o 15,3 p. b.

V segmentu splatnosti 3-5 let prodalo Ministerstvo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 1,9 mld. Kč, což představuje 1 % celkové hrubé emise na primárním trhu.

Více jak třetinu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodalo Ministerstvo na

primárním trhu v segmentu zbytkové doby do splatnosti 5-10 let, a to především Státní dluhopis České republiky, 2017–2027, 0,25 % v celkové jmenovité hodnotě 23,4 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2015–2023, 0,45 % v celkové jmenovité hodnotě 18,9 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2015–2026, 1,00 % v celkové jmenovité hodnotě 17,9 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2014–2025, 2,40 %, jehož celková prodaná jmenovitá hodnota činila 7,7 mld. Kč. Celkem bylo v tomto segmentu prodáno 67,9 mld. Kč, což představuje nárůst oproti roku 2016 o 10,5 p. b. na 34,4 %.

Segment zbytkové doby do splatnosti 10-15 let dosáhl podílu ve výši 21,2 % na celkové hrubé emisi na primárním trhu, tedy o 4,9 p. b. více než v předchozím roce. V rámci tohoto segmentu byl prodán Státní dluhopis České republiky, 2013–2028, 2,50 % v celkové jmenovité hodnotě 21,7 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2015–2030, 0,95 % v celkové jmenovité hodnotě 20,2 mld. Kč.

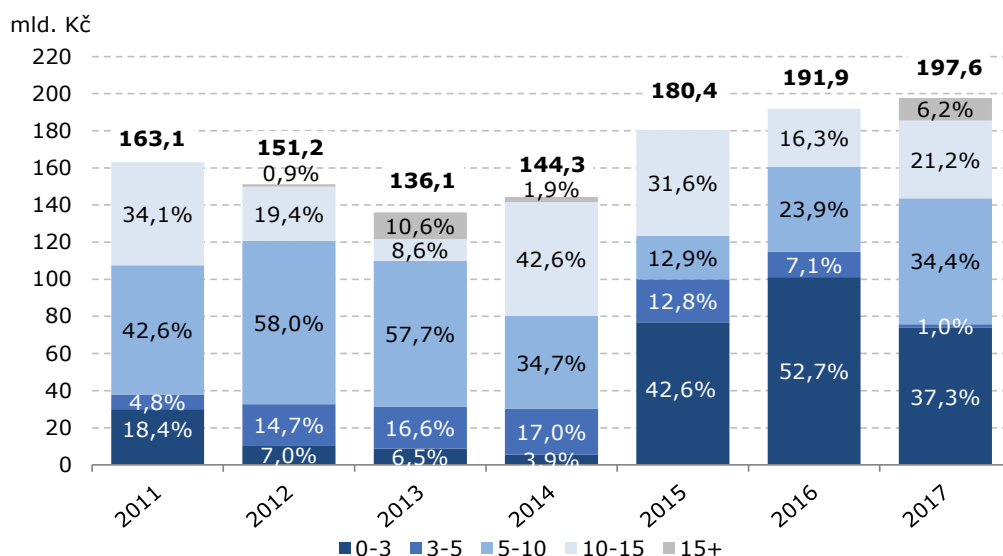
V segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 15 let prodalo Ministerstvo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 12,2 mld. Kč, což odpovídá podílu na celkové hrubé emisi ve výši 6,2 %. Jedná se o Dluhopis České republiky, 2006 - 2036, 4,20 % v celkové jmenovité hodnotě 6,6 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2017–2033, 2,00 % v celkové jmenovité hodnotě 5,4 mld. Kč a Dluhopis České republiky, 2007 - 2057, 4,85 % v celkové jmenovité hodnotě 0,2 mld. Kč.

Celkem tak bylo na primárním trhu v roce 2017 umístěno 197,6 mld. Kč střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, což je o 5,7 mld. Kč, tedy o 3,0 % více než v roce

2016. Za tímto nárůstem stojí především vyšší potřeba financování oproti roku 2016, kterou bylo potřeba pokrýt emisemi státních dluhopisů, a snaha Ministerstva uspokojit poptávku primárních dealerů a maximálně využít mimořádně výhodných podmínek přetrvávajících na domácím finančním trhu i v prvním pololetí roku 2017. Ministerstvo tak

splnilo rámcový emisní plán definovaný ve Strategii, resp. její aktualizaci a zvýšenou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů úročených na delším konci výnosové křivky zejména v druhém pololetí se přiblížilo ke splnění vyhlášených limitů pro refinanční riziko platných pro střednědobý horizont.

Obrázek 18: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu

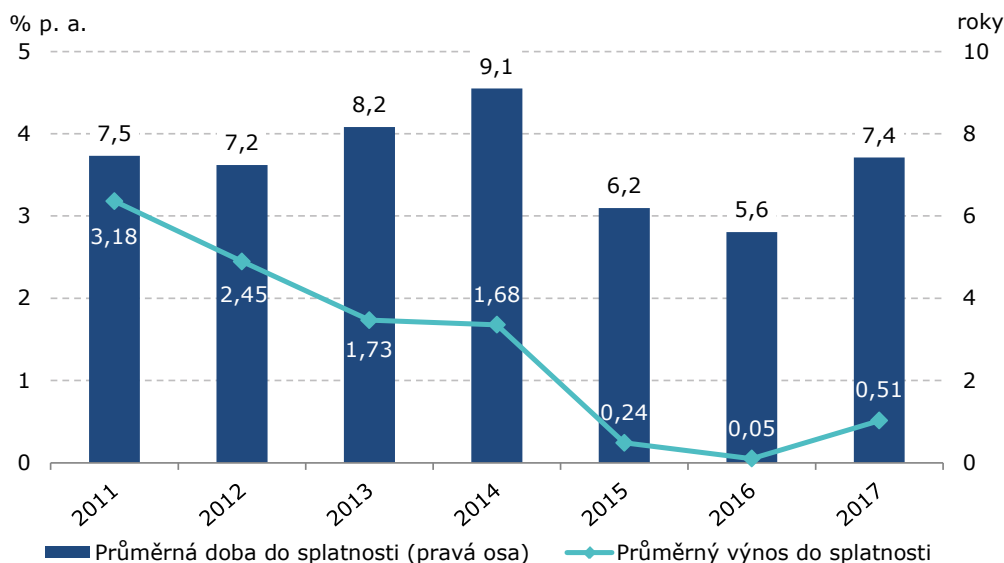


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti vztahovaná k datu emise.
Zdroj: MF

Průměrný výnos střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných na primárním trhu v roce 2017 činil 0,51 % p. a., což je oproti roku 2016 nárůst o 0,46 p. b. Za tímto nárůstem však stojí prodlužování doby do splatnosti prodaných dluhopisů, která se zvýšila o 1,8 roku na úroveň 7,4 roku, a uplatňování restriktivní měnové politiky ze strany České národní banky v podobě opuštění

kurzového závazku koruny vůči euru a navyšování základních úrokových sazeb v druhém pololetí roku 2017. I přes tyto faktory se jedná o jednu z nejnižších hodnot v historii, která reflektuje vysoký zájem o držbu státních dluhopisů ze strany domácích i zahraničních investorů a důvěru vůči vládě České republiky.

Obrázek 19: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích na primárním trhu

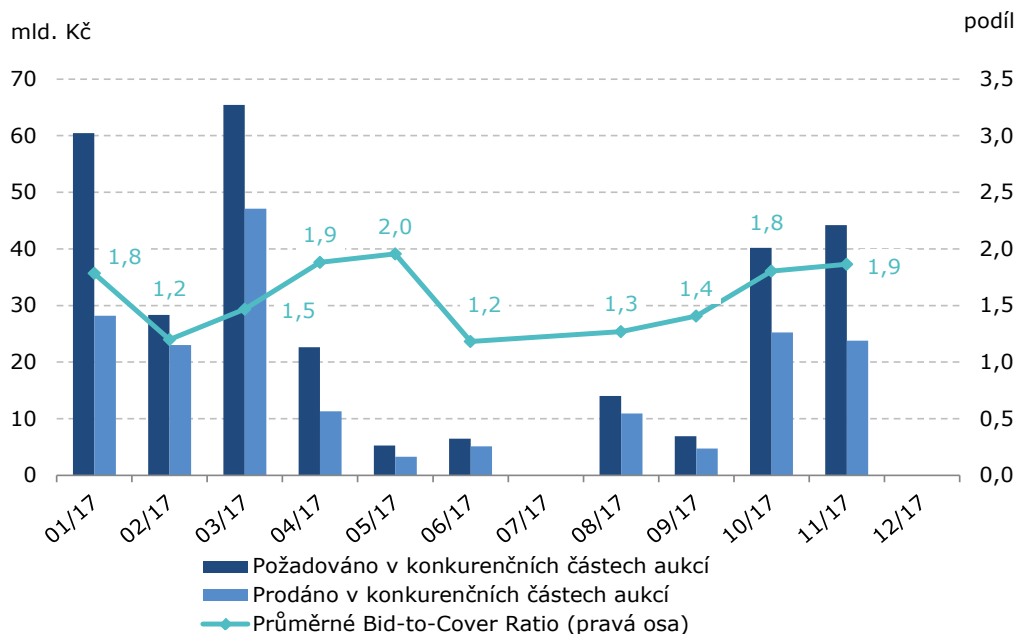


Poznámka: Průměrná zbytková doba do splatnosti vztahovaná k datu emise.
Zdroj: MF

Ministerstvo zaznamenalo zejména v prvním pololetí roku 2017 zvýšenou poptávku ze strany primárních dealerů po státních dluhopisech s relativně krátkou dobou do splatnosti, což dokládá i průměrný poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční části aukce (tzv. „Bid-to-Cover Ratio“) v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti do tří let, který dosahoval v roce 2017 hodnoty 2,0. Ačkoliv se Ministerstvo snažilo nabízené dluhopisy v aukcích více diverzifikovat, když v tomto období zařazovalo do aukcí i státní dluhopisy s delší dobou do

splatnosti, poptávka při nízkých výnosech u těchto dluhopisů byla v porovnání s předchozím segmentem slabší. K zesílení poptávky po státních dluhopisech úročených na delším konci výnosové křivky přispěl růst výnosů státních dluhopisů v druhém pololetí daný především opuštěním uvolněné měnové politiky ze strany České národní banky. Celkové průměrné „Bid-to-Cover Ratio“ v roce 2017 tak dosahovalo hodnoty 1,6, což je v porovnání s předchozím rokem pokles o 0,5.

Obrázek 20: Aukce SDD na primárním trhu



Zdroj: MF, ČNB

Ministerstvo pokračovalo i v roce 2017 v programu výměnných operací na sekundárním trhu prostřednictvím obchodní platformy MTS Czech Republic. V rámci těchto operací Ministerstvo zpravidla odkupuje střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy s relativně krátkou zbytkovou dobou do splatnosti a s relativně vysokou kupónovou sazbou a prodává dluhopisy s delší zbytkovou dobou do splatnosti a relativně nižší kupónovou sazbou, díky čemuž Ministerstvo snižuje budoucí splátky a tím i refinanční riziko. V důsledku těchto operací dochází taktéž k prodlužování průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia. Zároveň mají tyto operace pozitivní vliv i na státní rozpočet z titulu úspory plynoucí z neuskutečnění vyšších budoucích kupónových plateb. Ministerstvo v roce 2017 vyměnilo před řádnou splátkou Dluhopis České republiky, 2007-2017, 4,00 % v celkové jmenovité hodnotě 1,6 mld. Kč a Dluhopis České republiky, 2012-2017, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 0,8 mld. Kč. Dále Ministerstvo vyměnilo další státní dluhopisy splatné v dalších letech v celkové jmenovité hodnotě 1,5 mld. Kč. Celkem tak Ministerstvo vyměnilo dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,8 mld. Kč s průměrnou

zbytkovou dobou do splatnosti ve výši 0,6 roku za státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,9 mld. Kč s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti ve výši 10,7 let.

Ve větší míře se Ministerstvo oproti minulému roku zaměřilo na přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, kdy prodalo dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 11,6 mld. Kč se splatnostmi v letech 2018 až 2028. Ministerstvo tak v roce 2017 využilo širokou škálu operací na primárním a sekundárním trhu s cílem uspokojit poptávku primárních dealerů a zároveň maximálně využít příznivé tržní podmínky s pozitivním dopadem na rizikovost dluhového portfolia a hospodaření státního rozpočtu. V rámci operací na sekundárním trhu se tak podařilo získat dodatečné peněžní prostředky z titulu prodeje dluhopisů za záporný výnos ve výši 40,6 mil. Kč.

V roce 2017 došlo ke třem splátkám korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které byly rovnoměrně rozloženy do celého roku. Jednalo se o Dluhopis České republiky, 2007-

2017, 4,00 %, který byl splacen v dubnu v celkové jmenovité hodnotě 88,7 mld. Kč, Dluhopis České republiky, 2012–2017, VAR %, který byl splacen červenci v celkové jmenovité hodnotě 46,8 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 % splatný v listopadu v celkové jmenovité hodnotě 70,0 mld. Kč. Celkem tak byly v roce 2017 splaceny korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se zahrnutím operací na sekundárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 209,4 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota čisté emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu tedy činila 3,8 mld. Kč. V roce 2017 nebyly

uskutečněny žádné zpětné odkupy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

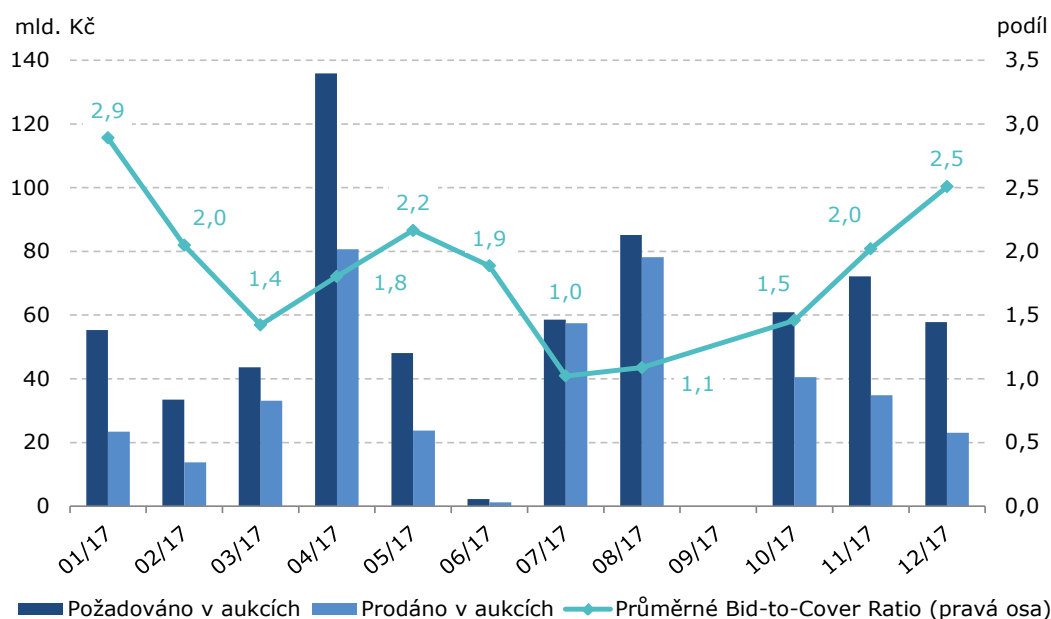
V roce 2017 nedošlo k žádné splátce státních dluhopisů denominovaných v cizí měně, proto po zohlednění dalších faktorů jako je relativně nízká hrubá výpůjční potřeba, vyšší zájem o korunové státní dluhopisy a vyšší výdaje spojené s případnou zahraniční emisí ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění výdajů na zajištění měnového rizika, nemělo Ministerstvo přirozenou potřebu realizovat výpůjční operace na zahraničních trzích.

Instrumenty peněžního trhu

V roce 2017 činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise instrumentů peněžního trhu bez revolvingu v rámci roku 44,0 mld. Kč, přičemž byla tvořena výhradně emisí státních pokladničních poukázek. Celková jmenovitá hodnota čisté emise státních pokladničních poukázek v roce 2017 činila 39,8 mld. Kč. Ministerstvo v roce 2017 prodávalo státní pokladniční poukázky primárně za účelem získání dodatečných příjmů v podobě aukčních premií, přičemž peněžní prostředky získané z prodeje těchto dluhopisů nebyly zapojeny do krytí potřeby financování, ale byly dále investovány v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny, čímž bylo dosaženo dalších příjmů do státního rozpočtu, což bylo zcela v souladu se Strategií, resp. její aktualizací. Úlohu krátkodobých dluhopisů zapojuvaných do krytí potřeby financování tak převzaly především prodávané střednědobé státní dluhopisy bez výnosu, podobně jako tomu bylo již v roce 2016.

Ministerstvo uskutečnilo celkem 29 aukcí v 29 aukčních dnech. Hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu činila 409,9 mld. Kč při celkové poptávce ze strany primárních dealerů ve výši 653,2 mld. Kč, když průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2017 dosáhl -0,51 % p. a. Relativně vysokou poptávku po státních pokladničních poukázkách dokládá „Bid-to-Cover Ratio“, které dosáhlo průměrné hodnoty 1,9. Ministerstvo prodávalo státní pokladniční poukázky ve všech splatnostech do jednoho roku, přičemž všechny státní pokladniční poukázky emitované v roce 2017 se podařilo umístit na trhu za záporný výnos, a to i v průběhu druhého pololetí, kdy došlo k růstu základních sazeb České národní banky. V rámci tohoto efektivního časování emisní činnosti a výběru vhodných splatností bylo z prodeje státních pokladničních poukázek za záporný aukční výnos dosaženo mimořádných příjmů státního rozpočtu ve výši 714,0 mil. Kč.

Obrázek 21: Aukce SPP



Zdroj: MF, ČNB

I v roce 2017 primární dealeri českých státních dluhopisů pokračovali ve využívání zápůjční facility ve formě repo operací, když z majetkových účtů Ministerstva byly poskytnuty zápůjčky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 71,8 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 78,7 mld. Kč, které byly dále investovány na peněžním trhu v rámci řízení likvidity státní pokladny a v rámci investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu. Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facilit ve formě repo operací v průběhu roku 2017 činila -0,06 % p. a. Primární dealeri využívali zápůjčních facilit tohoto typu ve stejné míře jak v roce 2016, kdy Ministerstvo poskytlo primárním dealerům střednědobé a dlouhodobé dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 71,3 mld. Kč, tedy o 0,5 mld. Kč méně.

V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů využívalo Ministerstvo v roce 2017 s ohledem na poptávku primárních dealerů také zápůjční facility ve formě kolateralizované zápůjčky, kdy Ministerstvo za poplatek poskytuje krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. Této kolateralizované zápůjčky mohou využívat primární dealeri na období až 90 dní a cílem těchto operací je navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu. V rámci těchto operací poskytlo Ministerstvo v průběhu roku 2017 primárním dealerům střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 92,6 mld. Kč, což představuje nárůst o 32,5 mld. Kč oproti roku 2016. Průměrný poplatek dosažený v rámci zápůjčních facilit ve formě kolateralizované zápůjčky v průběhu roku 2017 činil -0,24 % p. a.

Ostatní dluhové instrumenty

V roce 2017 nebyly čerpány žádné tranše úvěrů Evropské investiční banky. V průběhu roku došlo ke splátkám tranší úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 5,1 mld. Kč

V oblasti spořicíh státních dluhopisů dosáhla celková jmenovitá hodnota hrubé emise hodnoty 0,6 mld. Kč, přičemž se jednalo výhradně o tranše vydané formou reinvestice výnosu. V červnu 2017 byla uskutečněna řádná splátka Reinvestičního spořicího státního dluhopisu České republiky, 2012–2017, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 5,9 mld. Kč a Kuponového spořicího státního dluhopisu České republiky, 2012–2017, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 1,1 mld. Kč. V prosinci 2017 pak byl splacen Reinvestiční spořicí státní dluhopis České republiky, 2012–2017 II, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 8,1 mld. Kč a Kuponový spořicí státní dluhopis České republiky, 2012–2017 II, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 1,8 mld. Kč.

Emisní podmínky spořicíh státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Samotný vývoj splacení před datem splatnosti i v roce 2017 však ukazuje, že podíl splacení před datem splatnosti není nijak významný a vlastníci spořicíh státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2017 bylo v rámci všech období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 62,6 mil. Kč, což je 0,2 % z celkové jmenovité hodnoty spořicíh státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2016. Celková jmenovitá hodnota řádných splátek i splátek před datem splatnosti spořicíh státních dluhopisů v roce 2017 činila 16,9 mld. Kč.

Ke konci roku 2017 činila celková jmenovitá hodnota spořicíh státních dluhopisů v oběhu 21,5 mld. Kč, což znamená pokles o 16,3 mld. Kč oproti konci roku 2016. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém státním dluhu tvoří 1,3 %, přičemž podíl na korunových státních dluhopisech dosahuje 1,6 %.

Tabulka 10: Emise a splátky SSD

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Celková jmenovitá hodnota vydaných SSD	38,8	1,4	0,0	0,0	0,0
Reinvestice výnosu	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6
Splacení před datem splatnosti	0,2	0,3	0,4	0,1	0,1
Splacení před datem splatnosti (% SSD v oběhu ke konci předchozího roku)	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2
Řádné splacení	7,5	11,6	11,5	30,0	16,8
Celkem splaceno	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9
SSD v oběhu	87,6	77,8	66,9	37,8	21,5

Zdroj: MF

4 - Řízení rizik a strategie portfolia

Veřejné vymezení strategického benchmarkového dluhového portfolia prostřednictvím vyhlášení strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva v souladu s nejlepší mezinárodní praxí. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci ekonomických nákladů v dlouhodobém horizontu. Hlavními riziky, kterým je dluhové portfolio dlouhodobě vystaveno, jsou rizika refinanční, úrokové a měnové. Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací.

V souvislosti s dostatečnou likviditou na souhrnných účtech státní pokladny a poměrně stabilními zůstatky těch majitelů účtů, kteří jsou pod souhrnné účty státní pokladny zahrnuti povinně, zefektivňováním a modernizací řízení likvidity státní pokladny přistoupilo Ministerstvo počínaje rokem 2016 k novému konceptu řízení rizik, když strategické cíle a limity refinančního a úrokového rizika jsou vyhlášeny ve střednědobém horizontu. Tento koncept umožňuje pružnou reakci na krátkodobé tržní podmínky a zájem investorů o instrumenty v určitém segmentu doby do splatnosti či doby do refixace.

Refinanční riziko

Refinanční riziko je řízeno systémem čtyř indikátorů: podílem krátkodobého státního dluhu, podílem střednědobého státního dluhu, průměrné doby do splatnosti a splatnostního profilu. Tyto čtyři indikátory je nutné uvažovat jako ucelený systém, zaměření se pouze na některý z nich může představovat potencionální riziko.

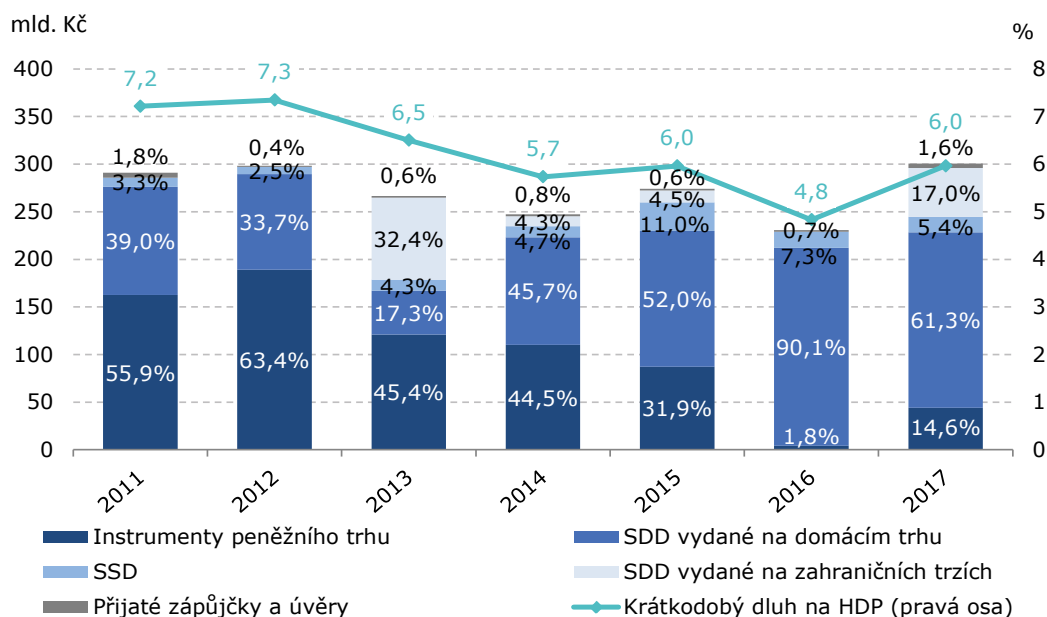
Podíl krátkodobého státního dluhu (tj. podíl dluhu splatného do jednoho roku na celkovém státním dluhu) je klíčovým ukazatelem refinančního rizika v krátkodobém horizontu. Pro střednědobý horizont je pro podíl krátkodobého státního dluhu stanovena limitní hranice na úrovni 20,0 %. Podíl krátkodobého

Krátkodobé vychýlení ze stanovených strategických střednědobých limitů a cílů pro rizikové parametry dluhového portfolia pro refinanční a úrokové riziko je možné, avšak emisní činnost ve střednědobém horizontu bude plánována tak, aby limity a cíle definované ve Strategii byly splněny ve střednědobém horizontu. Dalším efektem tohoto kroku může být snížení celkových čistých výdajů na obsluhu státního dluhu s pozitivním dopadem na hospodaření státního rozpočtu a v konečném důsledku i výši státního dluhu.

Počínaje rokem 2016 došlo ke změně koncepce řízení refinančního rizika prostřednictvím ukazatele průměrné doby do splatnosti státního dluhu a úrokového rizika prostřednictvím ukazatele průměrné doby do refixace státního dluhu, když pro oba ukazatele bylo opuštěno cílové pásmo, a stanovena střednědobá cílová hodnota, přičemž krátkodobé vychýlení od této hodnoty je možné. Důvodem je tržní situace, kdy Ministerstvo emisemi na krátkém konci výnosové křivky bylo schopno v letech 2016 a 2017 dosáhnout mimořádných úspor na obsluhu státního dluhu, a bylo proto žádoucí této situace využívat v maximální přijatelné míře. Udržení pevně stanoveného pásma by tomuto záměru odporovalo. Ministerstvo situaci na finančních trzích intenzivně monitoruje a vyhodnocuje.

státního dluhu ke konci roku 2017 činil 18,5 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 4,2 p. b. oproti konci roku 2016, avšak stále se nachází pod limitní hranicí platnou pro střednědobý horizont. Průměrná měsíční hodnota podílu krátkodobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2017 činí 22,4 % když oproti roku 2016 vzrostla o 6,6 p. b. zejména díky mimořádně výhodné situaci na finančním trhu, kdy Ministerstvo za účelem získání dodatečných příjmů státního rozpočtu prakticky po celý rok 2017 ve větší míře emitovalo státní pokladniční poukázky splatné převážně v roce 2017.

Obrázek 22: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů



Poznámka: Ke konci příslušných let. Zdrojem dat HDP pro roky 2011 až 2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018. Zdroj: MF, ČSÚ

V průběhu roku 2017 došlo k nárůstu absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 70,1 mld. Kč na hodnotu 300,7 mld. Kč. Ve srovnání s koncem roku 2016 došlo ke změně struktury krátkodobého dluhu zejména v důsledku nárůstu podílu instrumentů peněžního trhu, který ke konci roku 2017 činil 14,6 % krátkodobého státního dluhu a zvýšil se tak o 12,8 p. b. oproti konci roku 2016. Podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu ke konci roku 2017 činil 2,7 % a oproti konci roku 2016 narostl o 2,4 p. b. V obou případech je nárůst podílu dán především využitím prostředí záporných výnosů ke konci roku 2017 a emisí státních pokladničních poukázek splatných v roce 2018 čímž došlo k meziročnímu nárůstu absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 39,8 mld. Kč.

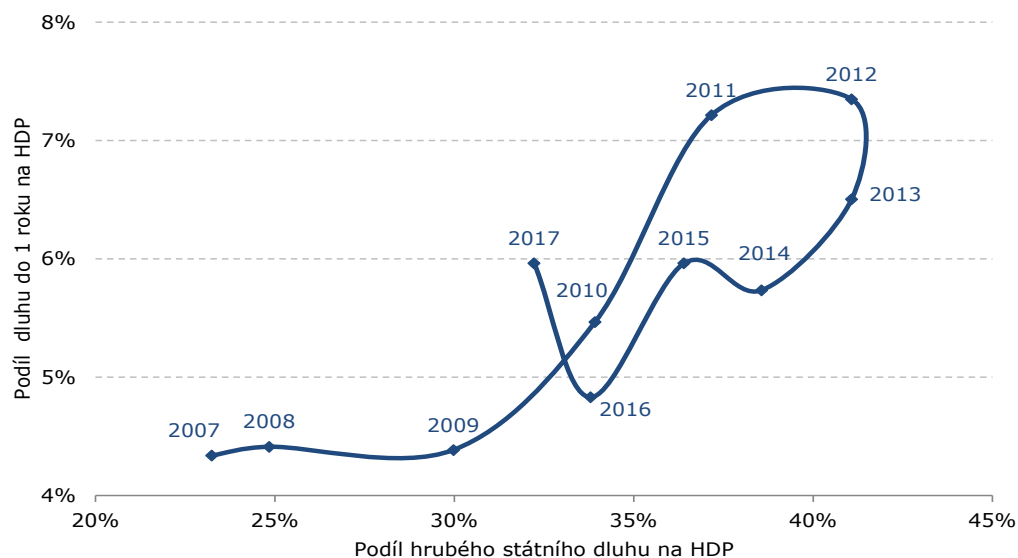
I ke konci roku 2017 tak platí, že stav střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím i zahraničních trzích včetně spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku převyšuje stav instrumentů peněžního trhu v oběhu.

U korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k poklesu o 28,8 p. b., z důvodu splátek tří emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 v celkové výši 207,9 mld. Kč

oproti splátkám tří emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2018 ve výši 184,4 mld. Kč. U dluhopisů vydaných na zahraničních trzích splatných do jednoho roku došlo k meziročnímu nárůstu o 17,0 p. b. z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 2,0 mld. EUR v roce 2018 oproti žádné splátce zahraniční emise v roce 2017. U spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k poklesu o 1,9 p. b. z důvodu čtyř řádných splátek emisí spořicíh státních dluhopisů v roce 2017 v celkové výši 16,8 mld. Kč oproti čtyřem řádným splátkám emisí spořicíh státních dluhopisů v roce 2018 ve výši 16,4 mld. Kč. Z důvodu vyšších řádných splátek úvěrů EIB v roce 2018 oproti roku 2017, došlo k meziročnímu nárůstu podílu přijatých zápůjček a úvěrů na krátkodobém dluhu o 0,9 p. b.

Ve vyjádření podílu krátkodobého dluhu na HDP došlo v roce 2017 k nárůstu o 1,1 p. b. oproti roku 2016 na 6,0 %, přesto se však drží na podobné úrovni jako v roce 2015. Celkově se pak podíl krátkodobého státního dluhu na HDP v letech 2012 až 2017 snížil o 1,4 p. b. Od roku 2012 také klesá podíl celkového státního dluhu na HDP ze 41,1 % až na 32,2 % ke konci roku 2017. Pokles tohoto podílu od roku 2012 tak činil 8,9 p. b.

Obrázek 23: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018. Zdroj: MF, ČSÚ

V souvislosti s refinančním rizikem je nutné zmínit i předčasné splacení spořicí státních dluhopisů, jehož výše ani v roce 2017 není signifikantní a nepředstavuje tak výrazné zvýšení refinančního rizika, když celková jmenovitá hodnota předčasně splacených spořicí státních dluhopisů v roce 2017 činí 0,1 mld. Kč. Od pilotní série emisí v roce 2011 do konce 2017 činí splátky spořicí státních dluhopisů před datem splatnosti 1,3 mld. Kč, což představuje pouze 1,1 % všech v tomto období vydaných spořicí státních dluhopisů včetně reinvestic výnosů. Ministerstvo nadále monitoruje situaci, ale v současné době není očekáván větší nárůst splátek spořicí státních dluhopisů před datem splatnosti, mimo jiné i z důvodu vyšších výnosů těchto dluhopisů oproti aktuální situaci na dluhopisových trzích. Refinanční riziko spojené s předčasným splacením spořicí státních dluhopisů se také postupně snižuje s klesajícím počtem těchto dluhopisů v oběhu, kdy dochází k jejich postupnému nahrazování střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy.

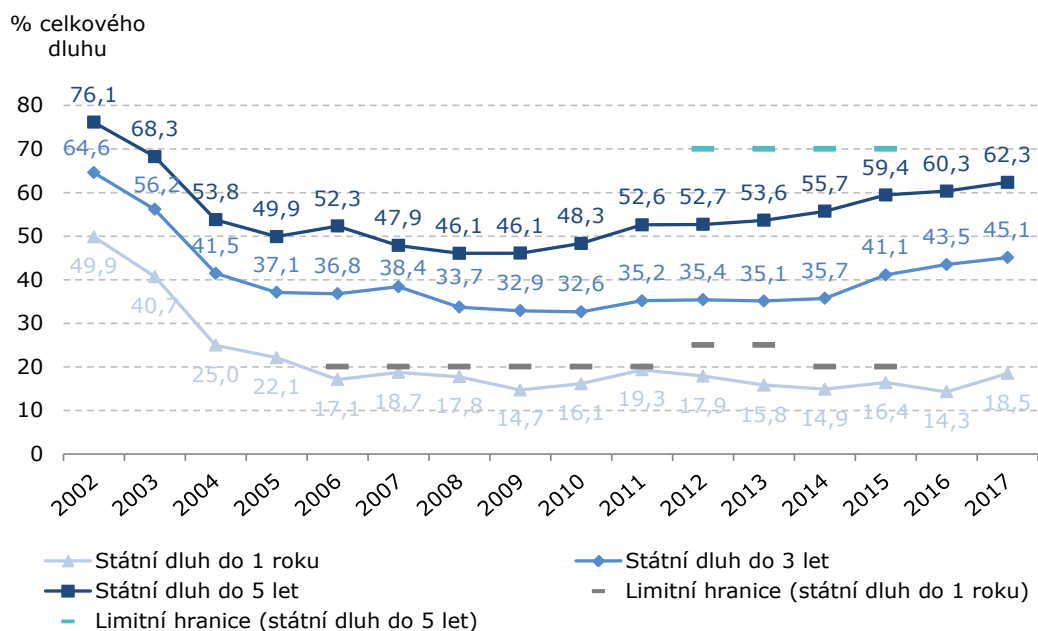
V roce 2017 Ministerstvo využívalo taktéž zápůjční facilitu pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou poskytovány z majetkových účtů Ministerstva. I když je primárním účelem této facility zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, z důvodu velmi nízkých repo sazeb považuje Ministerstvo tyto operace za výhodný zdroj v segmentu krátkodobého financování. Tím tyto operace přispívají k úspoře čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu – avšak zároveň zvyšují refinanční i úrokové riziko. Vzhledem k relativně

nízkému podílu státních pokladničních poukázek na celkovém státním dluhu a obecně celkovému relativně nízkému refinančnímu a úrokovému riziku portfolia státního dluhu nepředstavují zápůjční facility přílišné riziko pro portfolio státního dluhu.

V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů využívalo Ministerstvo s ohledem na poptávku primárních dealerů zápůjční facility v podobě kolateralizované zápůjčky. Oproti zápůjční facilitě ve formě repo operací kolateralizované zápůjčky neovlivňují výši hrubého státního dluhu a tím pádem ani rizikové ukazatele portfolia státního dluhu, avšak Ministerstvo tyto zápůjčky též intenzivně sleduje a vyhodnocuje.

V oblasti střednědobého refinančního rizika Ministerstvo sleduje a řídí podíly dluhu splatného do tří a do pěti let. Dluh splatný do pěti let je řízen pomocí ukazatele podíl střednědobého dluhu na celkovém státním dluhu, pro který nastavilo Ministerstvo explicitní limitní hranici platnou ve střednědobém horizontu ve výši 70,0 % celkového státního dluhu. Hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2017 činí 62,3 %, a ačkoliv oproti konci roku 2016 narostla o 2,0 p. b., ukazatel se stále nachází bezpečně pod stanovenou limitní hranicí stanovenou pro střednědobý horizont. Průměrná měsíční hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2017 činí 63,9 % a oproti průměrné měsíční hodnotě tohoto ukazatele v roce 2016 narostla o 3,5 p. b. Podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2017 hodnoty 45,1 %, což představuje nárůst oproti konci roku 2016 o 1,6 p. b.

Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů



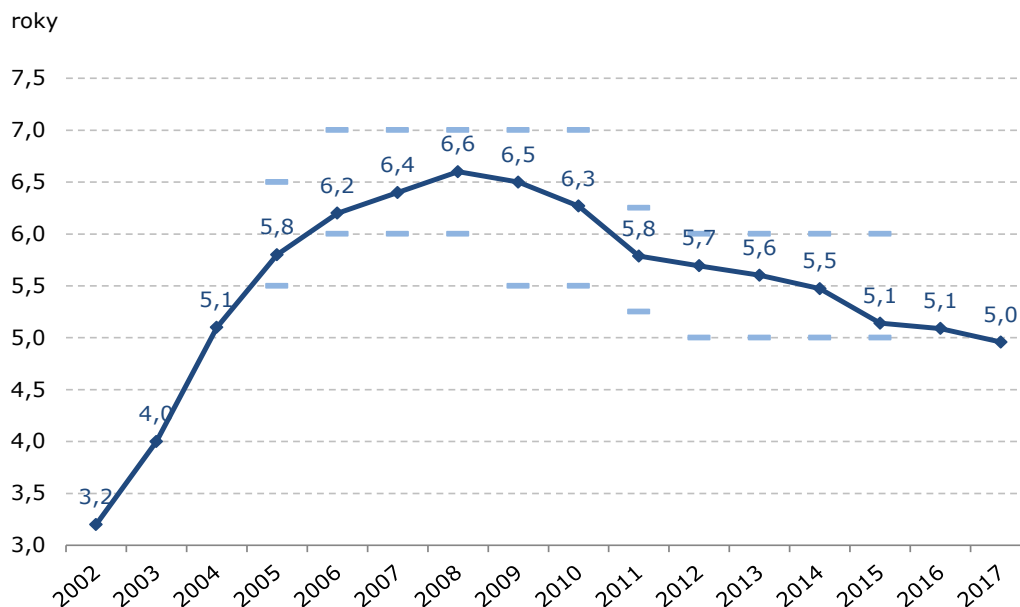
Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu. Pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu je pro střednědobý horizont stanovena hodnota na úrovni 6,0 roku s možností odchylky 0,25 roku. Průměrná doba do splatnosti stejně jako vyhlazený splatnostní profil dluhového portfolia patří mezi fundamentální ukazatele, které určují časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničních trzích a nastavení splátkových kalendářů čerpaných úvěrů EIB.

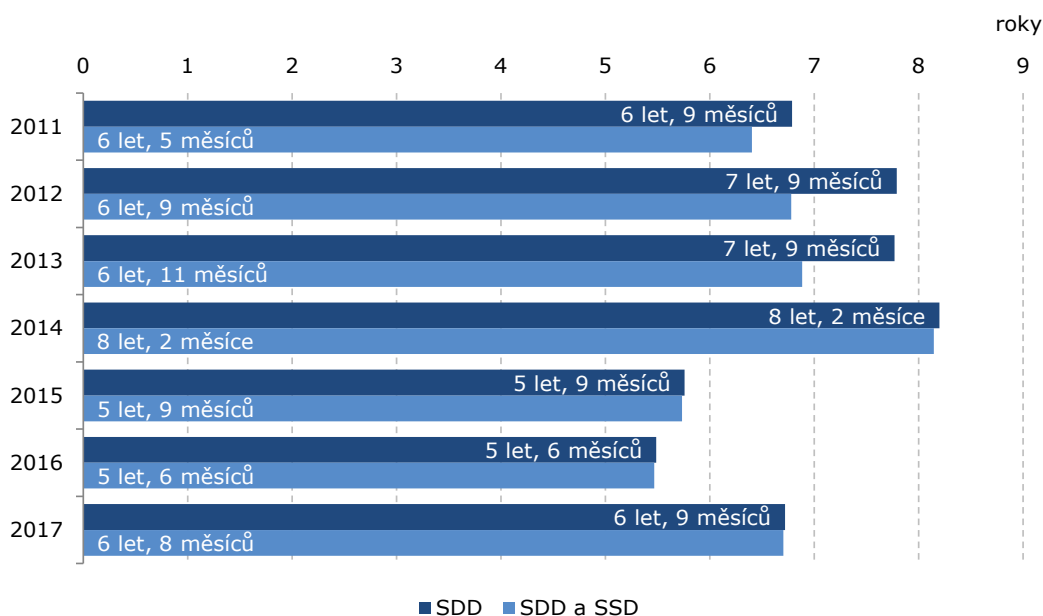
Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2017 dosahuje hodnoty 5,0 roku a oproti roku 2016 klesla o 0,1 roku. Za tímto poklesem výhradně stojí flexibilní reakce Ministerstva na tržní podmínky ke konci roku 2017, kdy emitovalo státní pokladniční poukázky splatné v roce 2018 za záporný výnos. Kdyby Ministerstvo této příznivé situace nevyužilo a tyto státní pokladniční poukázky neemitovalo, průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2017 by se nacházela na stejné úrovni jako ke konci roku 2016. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do splatnosti státního dluhu v roce 2017 činí 4,7 roku a oproti průměrné hodnotě tohoto ukazatele v roce 2016 poklesla o 0,3 roku, což převážně souvisí se zvýšenou emisí

státních pokladničních poukázek za záporný výnos v průběhu celého roku 2017.

K poklesu průměrné splatnosti státního dluhu došlo i přesto, že vzrostla průměrná splatnost hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 o 1 rok a 3 měsíce oproti roku 2016 (vztaženo ke konci roku) díky reakci Ministerstva na tržní podmínky zejména po ukončení režimu devizových intervencí ČNB a zvýšené emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na dlouhém konci výnosové křivky. Na druhé straně však Ministerstvo reagovalo i na tržní podmínky na nejkratším konci výnosové křivky a zvýšilo stav státních pokladničních poukázek v oběhu ke konci roku 2017 oproti roku předcházejícímu. Navíc na pokles průměrné doby do splatnosti působí další faktor, který je dán skutečností, když průměrná splatnost té části státního dluhu, která nebyla splatná v roce 2017 a jejíž výše činí přibližně 1,4 bilionu Kč, poklesla o 1 rok, přičemž jako náhrada sloužila především hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové výši přibližně 213 mld. Kč, tj. cca jedna šestina přetrvávajícího dluhového portfolia, s průměrnou splatností 6,7 roku, tj. 6 let a 9 měsíců vztaženou ke konci roku.

Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle

Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu

Poznámka: Zbytková doba do splatnosti prodaných korunových SDD a SSD během příslušného kalendářního roku stanovená ke konci roku.
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje nejen průměrnou dobu do splatnosti celkového dluhového portfolia, ale také průměrnou dobu do splatnosti jeho jednotlivých složek. Průměrná doba do splatnosti instrumentů peněžního trhu se od roku 2009 stabilizovala na hodnotě 0,4 roku, ke konci roku 2017 činí 0,3 roku. Průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí ke konci roku 2017 klesla o 1,0 roku oproti konci roku 2016 na hodnotu 3,2 let, když v průběhu roku 2017 Ministerstvo neuskutečnilo žádné výpůjční operace na zahraničních trzích. Průměrná doba do splatnosti spořicích státních dluhopisů ke konci

roku 2017 poklesla o 0,4 roku oproti konci roku 2016 na hodnotu 1,1 let, když žádné nové série emisí spořicích státních dluhopisů nebyly v roce 2017 realizovány, hrubá emise spořicích státních dluhopisů ve výši 0,6 mld. Kč byla uskutečněna výhradně formou reinvestice výnosů. Průměrná splatnost neobchodovatelného státního dluhu poklesla o 1,1 roku především z důvodu nečerpání nových tranší úvěrů EIB v roce 2017 a jejich řádných i předčasných splátek v tomto roce. Průměrná doba do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ke konci roku

2017 se zvýšila oproti konci roku 2016 o 0,2 roku na hodnotu 5,3 let. Tento nárůst průměrné doby do splatnosti těchto dluhopisů je ovlivněn výše popsanou diskrepancí mezi celkovou jmenovitou hodnotou již existujícího portfolia korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

a celkovou jmenovitou hodnotou nově prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v průběhu roku, u kterých průměrná doba do splatnosti vztažená ke konci roku 2017 činí 6,7 let.

Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu

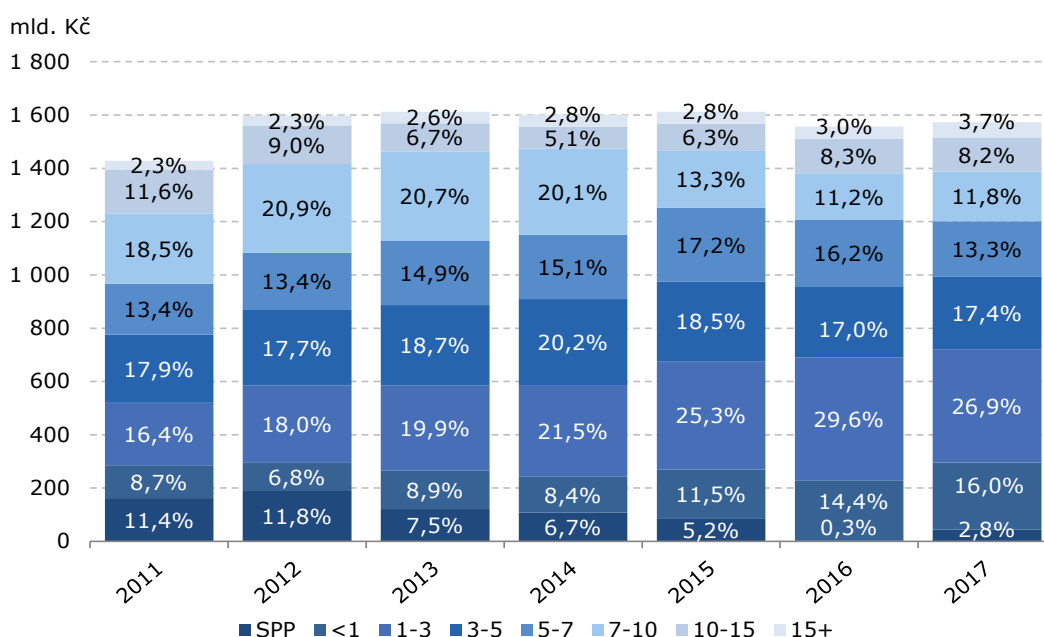
roky	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SDD vydané na domácím trhu	6,2	6,3	6,2	5,8	5,5	5,2	5,3
SSD	3,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,5	1,1
SDD vydané na zahraničních trzích	6,2	6,1	5,1	5,8	5,0	4,3	3,2
Instrumenty peněžního trhu	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,3
Neobchodovatelný státní dluh	11,5	11,8	11,4	10,4	9,8	9,1	7,9

Poznámka: Zbytková doba do splatnosti ke konci jednotlivých let. Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD.
Zdroj: MF

Klesající trend průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů trvající od roku 2013 je v roce 2017 dán zejména nárůstem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v oběhu v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti do 1 roku, jehož podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2017 činí 18,8 % a narostl tak oproti konci roku 2016 o 4,1 p. b. Jedná se zejména o státní pokladniční poukázky emitované za účelem získání dodatečných příjmů státního rozpočtu, jejichž podíl na všech státních dluhopisech v oběhu ke konci roku 2017 vzrostl o 2,5 p. b. na 2,8 %. V segmentu zbytkové doby do splatnosti 1 až 5 let celková jmenovitá hodnota

státních dluhopisů v oběhu poklesla a jeho podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2017 dosáhl úrovně 44,3 % a snížil se tak oproti konci roku 2016 o 2,3 p. b. Podobně se vyvíjel i segment zbytkové doby do splatnosti 5 až 10 let, jehož podíl poklesl oproti konci roku 2016 o 2,3 p. b. na úroveň 25,1 %. V segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 10 let naopak celková jmenovitá hodnota státních dluhopisů v oběhu narostla a rovněž podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2017 vzrostl oproti konci roku 2016 o 0,5 p. b. na úroveň 11,8 %.

Obrazek 27: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti

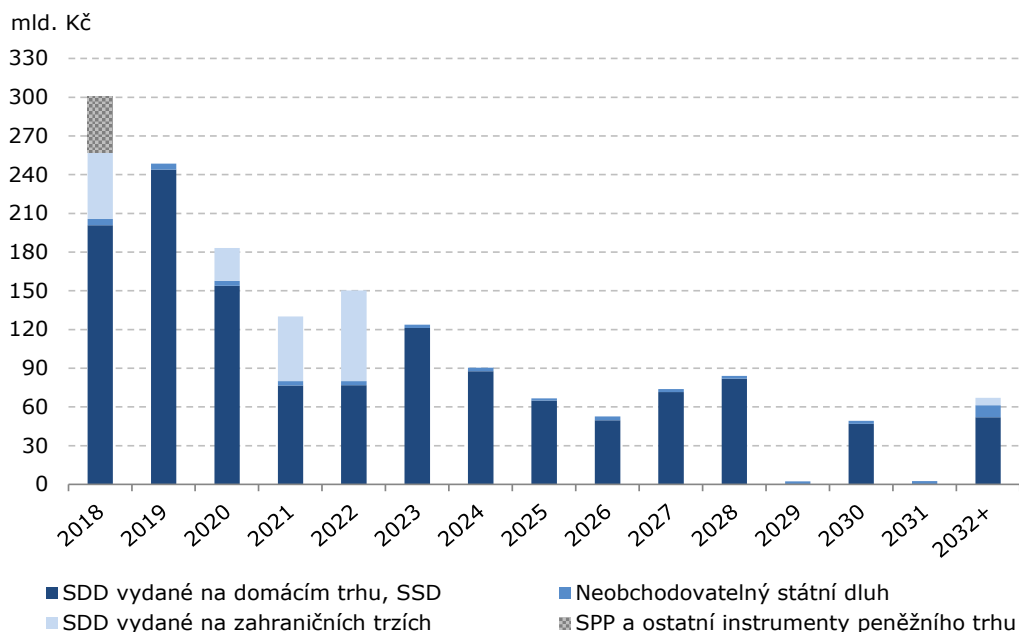


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti ke konci jednotlivých let. Zahrnuje SDD vydané na domácím a zahraničních trzích, SSD a SPP.
Zdroj: MF

Emisní kalendáře státních dluhopisů, prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu, případné zahraniční emise a čerpání dlouhodobých úvěrů od EIB budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu

v čase. Ve střednědobém výhledu v porovnání s rokem 2018 se nepředpokládá výrazný nárůst potřeby financování nezohledňující vliv plánovaných zpětných odkupů či výměn střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů před jejich splatností a splátek instrumentů peněžního trhu.

Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu

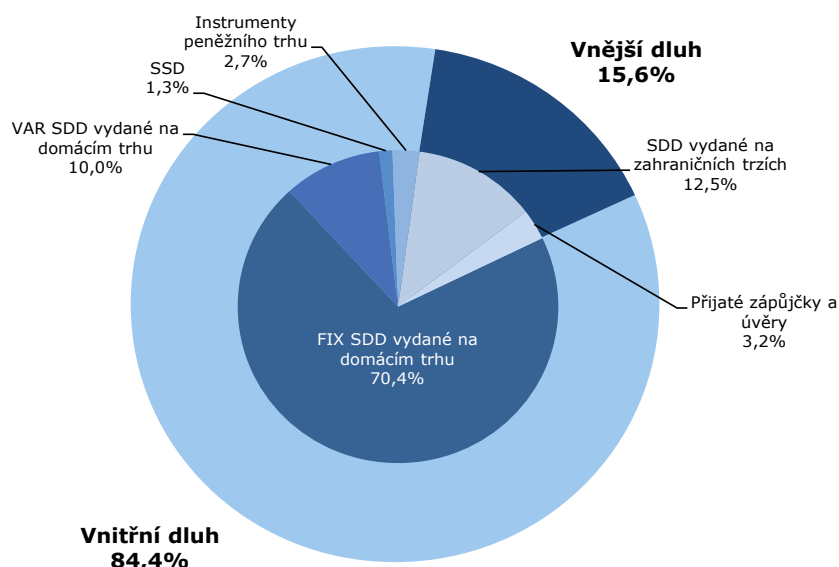


Poznámka: Ke konci roku 2017. Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD.
Zdroj: MF

S ohledem na refinanční riziko sleduje Ministerstvo strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zaujímají největší podíl fixně úročené korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy včetně dluhopisů bez výnosu, jejichž podíl ke konci roku 2017 činí 70,4 % celkového státního dluhu, což představuje oproti konci roku 2016 nárůst o 2,5 p. b. Podíl variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na státním dluhu dosahuje ke konci roku 2017 výše 10,0 %, což představuje oproti konci roku 2016 pokles o 2,8 p. b., když Ministerstvo splatilo státní dluhopisy tohoto typu v průběhu roku 2017. Z důvodu očekávaného růstu úrokových sazeb v dalších letech Ministerstvo na domácím trhu v roce 2017 téměř výhradně vydávalo fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy včetně dluhopisů bez výnosu.

Podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí na celkovém státním dluhu dosahuje ke konci roku 2017 hodnoty 12,5 %, což oproti konci roku 2016 představuje snížení o 0,8 p. b. Důvodem tohoto poklesu je ukončení režimu devizových intervencí ze strany České národní banky a následné významné posílení kurzu koruny ke konci roku 2017. Zároveň Ministerstvo neuskutečnilo žádnou zahraniční emisi v průběhu roku 2017 a nedošlo ani k žádné řádné splátce státních dluhopisů denominovaných v cizí měně. Podíl instrumentů peněžního trhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2017 činí 2,7 %, což oproti konci roku 2016 představuje zvýšení o 2,4 p. b. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém dluhu ke konci roku 2017 činí 1,3 %, což oproti konci roku 2016 představuje snížení o 1,0 p. b.

Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů



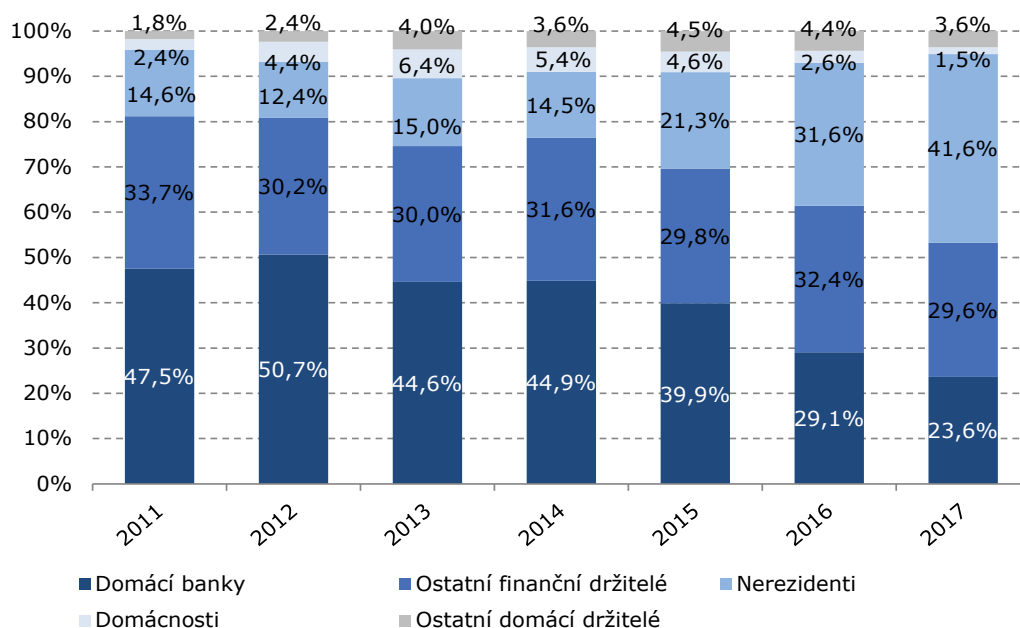
Poznámka: Ke konci roku 2017.
Zdroj: MF

Strukturu držitelů korunových státních dluhopisů významně ovlivňovalo dění na finančních trzích v posledních letech, kdy uvolněná měnová politika České národní banky a bezprecedentní poptávka po státních dluhopisech snížila výnosy státních dluhopisů na historická minima po celé délce výnosové křivky. To se projevilo v částečném poklesu podílu sektoru domácích bank na držbě státní dluhopisů vydaných na domácím trhu a naopak nárůstu podílu u nerezidentních držitelů. Tento vývoj je dán především vysokým zájmem ze strany nerezidentů o státní dluhopisy úročené na krátkém konci výnosové křivky, zejména pak o střednědobé státní dluhopisy bez výnosu se splatnostmi v letech 2018, 2019 a 2020 a Státní dluhopis České republiky, 2014–2018, 0,85 %. V porovnání s předchozím rokem tak dochází k nárůstu podílu nerezidentní držby o 10,1 p. b. na úroveň 41,6 % a poklesu podílu ostatních sektorů, především pak domácích bank o 5,4 p. b.

na hodnotu 23,6 %. Je však nutné brát v potaz i skutečnost, že nárůst držby nerezidentů je také z části kompenzován poklesem vnějšího dluhu, který je dán absencí nových cizoměnových emisí od roku 2013 a posilováním koruny vůči euru a japonskému jenu v posledních měsících.

Sektor ostatních finančních držitelů je v čase relativně stabilní, když drží necelých 30 % korunových státních dluhopisů, podobně jako sektor ostatních domácích držitelů, jehož podíl na držbě domácích státních dluhopisů činil 3,6 % ke konci roku 2017. Pokles sektoru domácností na úroveň 1,5 %, tedy o 1,1 p. b. v porovnání s předchozím rokem, je dán především neuskutečněním žádné tranše či nové emise (vyjma reinvestic výnosů) spořicíh státních dluhopisů a naopak jejich čtyřmi řádnými splátkami v červnu a prosinci roku 2017 a předčasným splacením v celkové jmenovité hodnotě 16,9 mld. Kč.

Obrázek 30: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele

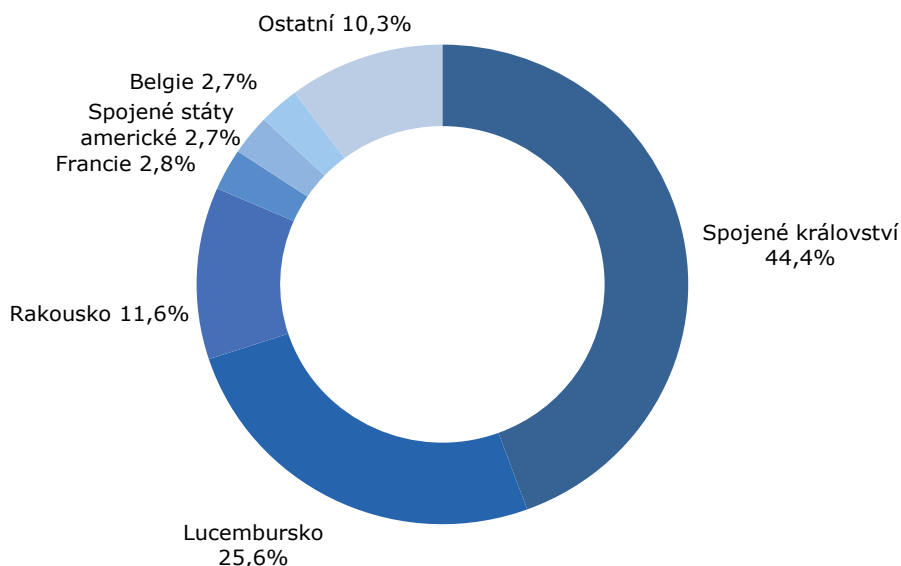


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF, CDCP

Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících korunové státní dluhopisy dominují nerezidenti ze Spojeného království a z Lucemburska, kteří ke konci roku 2017 tvoří dohromady 70 % všech nerezidentních držitelů domácích státních dluhopisů. Ke konci roku 2017 představují nerezidenti ze zemí

Evropské unie 92,3 %, což je o 2,5 p. b. více než v roce 2016. Evropské země, které nejsou členy Evropské unie, pak tvoří 2,7 %. Ostatní země neležící v Evropě představují 5,0 % nerezidentních držitelů.

Obrázek 31: Struktura nerezidentů držících korunové státní dluhopisy



Poznámka: Ke konci roku 2017. Nezahrnuje SPP.
Zdroj: MF, CDCP

Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Ministerstvo řídí úrokové riziko pomocí strategického ukazatele průměrná doba do refixace státního dluhu. Počínaje rokem 2016 nastavuje Ministerstvo v souladu s novou koncepcí řízení úrokového rizika střednědobou cílovou hodnotu průměrné doby do refixace na úrovni 4,0 roku.

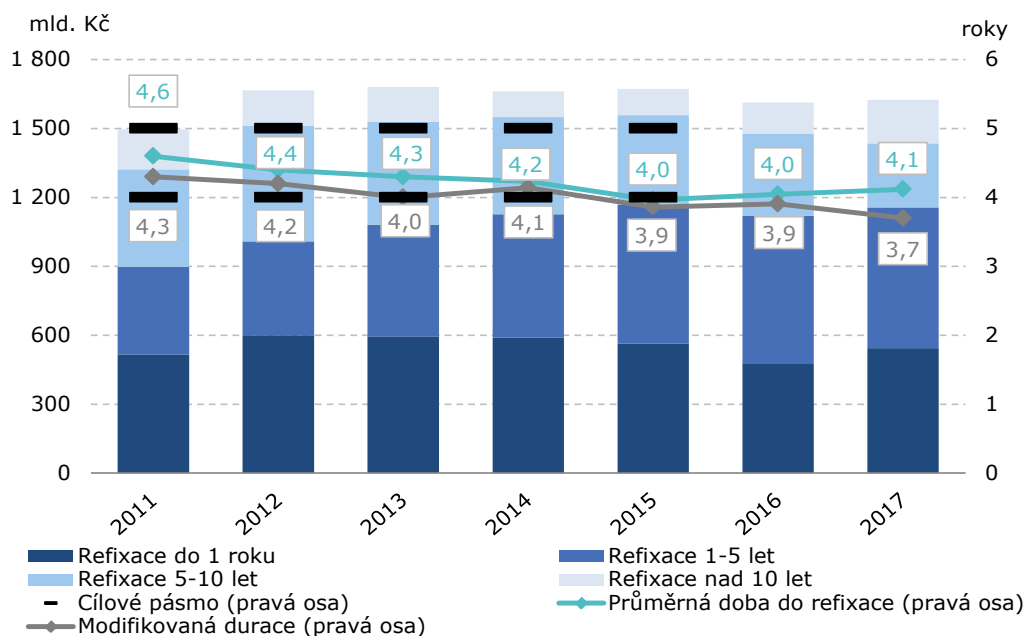
Průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2017 činí 4,1 roku a nachází se tak nad úrovní cílové hodnoty pro střednědobý horizont. Oproti konci roku 2016 dochází k nárůstu tohoto ukazatele o 0,1 roku. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu v roce 2017 činí 3,8 roku a oproti roku 2016 poklesla o 0,1 roku. V oblasti úrokové refixace státního dluhu se tak Ministerstvu dařilo v roce 2017 udržovat takovou strukturu dluhového portfolia, která přibližně odpovídá cílové hodnotě ukazatele.

V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním a sekundárním trhu v roce 2017 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 2,8 mld. Kč, což činí 1,3 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017. Podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na hrubé emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 klesl o 5,8 p. b. oproti roku 2016, kdy tento podíl činil 7,1 %. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním a sekundárním trhu v roce 2017 vydány fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy nebo střednědobé státní dluhopisy bez výnosu splatné do tří let v celkové jmenovité hodnotě 81,0 mld. Kč, což činí 38,0 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

v roce 2017. Podíl nově vydaných fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nebo střednědobých státních dluhopisů bez výnosu splatných do tří let na hrubé emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 poklesl o 10,8 p. b. oproti roku 2016, kdy tento podíl činil 48,8 %. Podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2017 činí 2,7 % a vzrostl tak oproti konci roku 2016 o 2,4 p. b. z 0,3 %, přičemž podíl ostatních instrumentů peněžního trhu v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci let 2016 i 2017 činí 0,0 %.

Poklesem průměrné doby do refixace státního dluhu jsou úrokové výdaje státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky, což by mělo ve střednědobém horizontu přispět k úspoře úrokových výdajů. Cenou za možnost generovat tuto úsporu je zvýšené riziko vzrůstu úrokových sazeb a výnosů, které může znamenat i negativní úsporu v následujících letech. V případě emise variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v letech 2008 až 2017 bylo dosaženo na úrokových nákladech akruální úspory více než 25 mld. Kč. Pro vyjádření realizované úspory je však nutná znalost výše všech kupónových plateb, tj. realizovanou úsporu v důsledku emise konkrétního variabilně úročeného dluhopisu je možné vyjádřit až po fixaci poslední kupónové sazby. Realizovanou úsporu na výdajích státního rozpočtu lze zatím vyjádřit pouze ve spojení s již splacenými dluhopisy oproti situaci, kdyby byly vždy místo těchto dluhopisů prodávány fixně úročené dluhopisy se stejnou dobou do splatnosti. Celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR dosáhla cca 1,0 mld. Kč, celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2008-2016, VAR dosáhla cca 12,1 mld. Kč a celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2012-2017, VAR dosáhla cca 2,2 mld. Kč.

Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který Ministerstvo stanovuje strategický cíl, je úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Pro střednědobý horizont je pro tento ukazatel nastaveno cílové pásmo na úrovni 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu. Tento cíl je v souladu se střednědobým cílem průměrné doby do refixace státního dluhu na úrovni 4,0 let. Ke konci roku 2017 činí nárůst tohoto ukazatele 3,9 p. b. oproti konci roku 2016, když se podíl úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 33,5 %, a drží se tak uvnitř střednědobého cílového pásma. Průměrná měsíční hodnota úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu v roce 2017 činí 36,6 %. Oproti roku 2016 vzrostla průměrná měsíční hodnota úrokové refixace do jednoho roku v roce 2017 o 4,6 p. b. I v případě tohoto ukazatele udržovalo Ministerstvo během roku 2017 takovou strukturu portfolia státního dluhu, která byla v souladu se stanoveným cílovým pásmem.

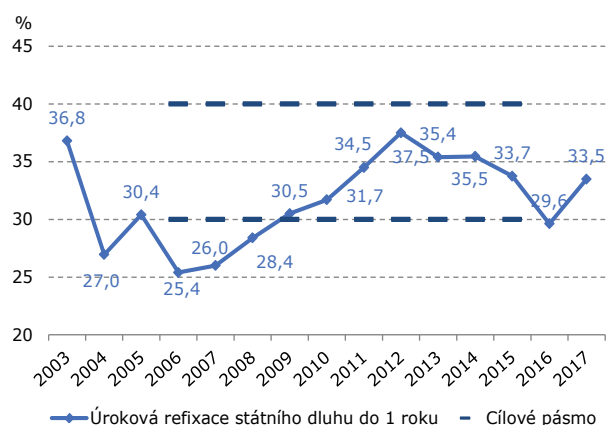
Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrné doby do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v roce 2018, tvoří převážně korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy nebo korunové střednědobé státní dluhopisy bez výnosu (33,9 %) a korunové variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (29,7 %). Státní

dluhopisy vydané na zahraničních trzích tvoří 17,1 % tohoto portfolia, státní pokladniční poukázky a ostatní instrumenty peněžního trhu 8,1 %, přijaté zápůjčky a úvěry 7,4 %, a spořicí státní dluhopisy tvoří 3,8 % tohoto portfolia.

Oproti roku 2016 došlo ke změně struktury úrokové refixace státního dluhu do jednoho roku, a to zejména u korunových variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, kde se podíl snížil o 13,5 p. b., z důvodu splátky jedné emise těchto dluhopisů v roce 2017 v celkové jmenovité hodnotě 47,6 mld. Kč oproti hrubé emisi těchto dluhopisů na primárním a sekundárním trhu v roce 2017 v celkové jmenovité 2,8 mld. Kč. V případě korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a korunových střednědobých dluhopisů bez výnosu došlo k nárůstu podílu těchto dluhopisů na úrokové refixaci státního dluhu do jednoho roku o 0,4 p. b. oproti roku 2016 z důvodu jedné splátky fixně úročené emise a jedné splátky emise bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 160,3 mld. Kč v roce 2017 oproti dvěma splátkám fixně úročených emisí a jedné splátky emise bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 184,4 mld. Kč v roce 2018. U spořicích státních dluhopisů došlo k poklesu o 0,6 p. b., z důvodu čtyř řádných splátek emisí v celkové jmenovité hodnotě 16,8 mld. Kč v roce 2017 oproti čtyřem řádným splátkám emisí v celkové jmenovité hodnotě 16,4 mld. Kč v roce 2018. Nárůst podílu instrumentů peněžního trhu na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku je konzistentní s nárůstem jejich jmenovité hodnoty v oběhu ke konci roku 2017 a činí 7,2 p. b. oproti konci roku 2016. U dluhopisů vydaných na zahraničních trzích došlo k nárůstu o 8,7 p. b.,

zejména z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 2,0 mld. EUR v roce 2018 oproti žádné splátce zahraniční emise v roce 2017. U úvěrů EIB došlo k meziročnímu poklesu podílu přijatých zápůjček a úvěrů na úrokové refixaci do jednoho roku o 2,2 p. b., zejména z důvodu řádných a předčasných splátek tranší těchto úvěrů v roce 2017.

Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku

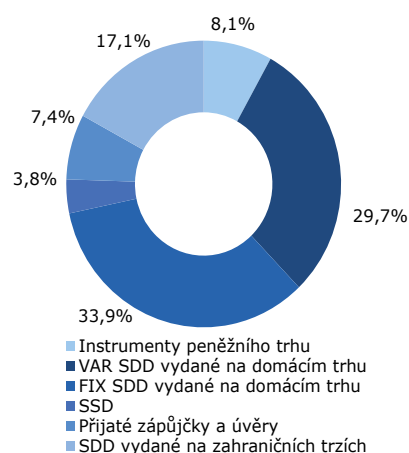


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje rovněž strukturu korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dle aktuální doby do splatnosti, původní doby do splatnosti a kupónové sazby. Takto konstruovaná struktura dluhopisů umožňuje detailně rozčlenit úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu generované fixně úročenými korunovými střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy nebo korunovými střednědobými státními dluhopisy bez výnosu. Ke konci roku 2017 mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 2,68 % p. a., dluhopisy splatné v roce 2018 mají průměrnou kupónovou sazbu 2,09 % p. a. V segmentu 2- až 4leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,19 % p. a., v segmentu 4- až 6leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,00 % p. a., v segmentu 6- až 8leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbou ve výši 1,50 % p. a., v segmentu 8- až 10leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou

kupónovou sazbu ve výši 0,37 % p. a., v segmentu 10- až 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,74 % p. a. a v segmentu více jak 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,69 % p. a.

Obrázek 34: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku



Poznámka: Ke konci roku 2017.
Zdroj: MF

Diskont ze státních pokladničních poukázek a diskontovaných spořicí dluhopisů je výdajem státního rozpočtu v momentě prodeje dluhopisu, a proto neovlivňuje úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v následujících letech. V roce 2017 otevřelo Ministerstvo dvě nové emise korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu splatných v letech 2020 a 2022 a dvě nové benchmarkové emise korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v letech 2027 a 2033, jejichž hrubá emise tvořila cca 34,7 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním a sekundárním trhu v roce 2017. Vzhledem k tomu, že nově vydané emise jsou bez výnosu, poklesl ukazatel průměrné kupónové sazby pro splatnost v roce 2020 o 1,36 p. b. a pro splatnost v roce 2022 o 0,08 p. b. Ve splatnostech 2027 a 2033 nebyl ke konci roku 2016 obsažen žádný fixně úročený střednědobý a dlouhodobý státní dluhopis.

Tabulka 12: Průměrné kupónové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti

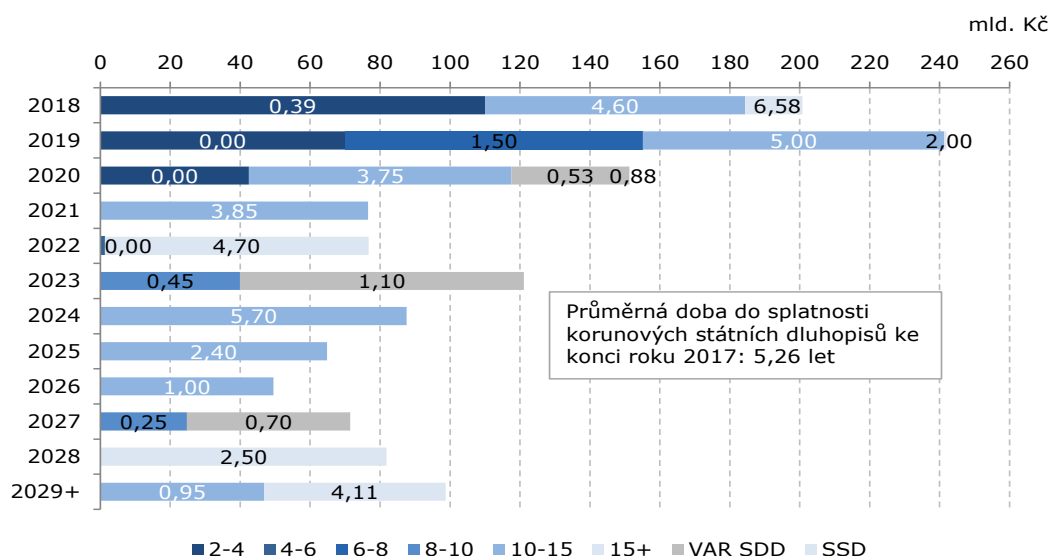
% p. a.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029+	Průměr
Průměrná kupónová sazba¹	2,09	2,31	2,39	3,85	4,62	0,45	5,70	2,40	1,00	0,25	2,50	2,61	2,68
Průměrná nákladovost¹	1,48	2,02	2,39	3,05	4,25	0,39	4,50	1,12	0,74	1,21	1,92	2,32	2,22

¹ Zahnuje pouze fixně úročené SDD a střednědobé dluhopisy bez výnosu.
Poznámka: Stav ke konci roku 2017.
Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje strukturu korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu dle aktuální doby do splatnosti, doby do splatnosti v okamžiku prodeje dluhopisů a dosaženého výnosu do splatnosti v okamžiku prodeje. Takto konstruovaná struktura dluhopisů vypovídá o průměrné roční nákladovosti těchto dluhopisů v jednotlivých segmentech aktuální doby do splatnosti a doby do splatnosti v okamžiku prodeje dluhopisů. Ke konci roku 2017 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a korunových střednědobých státních

dluhopisů bez výnosu výše 2,22 % p. a. V roce 2018 jsou splatné dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 1,48 % p. a. v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 0- až 2leté s průměrnou roční nákladovostí -0,72 % p. a., dluhopisy prodané jako 2- až 4leté s průměrnou roční nákladovostí 0,15 % p. a., dluhopisy prodané jako 4- až 6leté s průměrnou roční nákladovostí 1,19 % p. a., dluhopisy prodané jako 6- až 8leté s průměrnou roční nákladovostí 2,60 % p. a., dluhopisy prodané jako 10- až 15leté s průměrnou roční nákladovostí 5,02 % p. a. a dluhopisy prodané více než 15leté s průměrnou roční nákladovostí 4,79 % p. a.

Obrázek 35: Splatnostní profil korunových státních dluhopisů dle doby do splatnosti a kupónové sazby



Poznámka: Splatnostní profil ke konci roku 2017. Segmenty představují původní dobu splatnosti. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kupónovou sazbu v % p. a. Bez zahrnutí proti-inflačních SSD a SPP.
Zdroj: MF

Záporné výnosy dosažené v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se zbytkovou dobou do splatnosti do pěti let v roce 2017 zapříčinily pokles průměrné roční nákladovosti v segmentech splatností do pěti let oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2016. Nejvíce poklesla průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2020 (pokles o 1,37 p. b.) a to zejména z důvodu dosažených záporných výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisu České republiky, 2017–2020, 0,00 %. Průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2022 poklesla o 0,09 p. b., a to zejména z důvodu dosažených záporných výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisu České republiky, 2017–2022, 0,00 %.

Znovuotevřením stávajících dluhopisů České republiky, 2016 – 2018, 0,00%, dluhopisů České republiky, 2016–2019, 0,00 % a dluhopisů České republiky, 2013–2019, 1,50 % bylo rovněž dosaženo záporných výnosů do splatnosti, čímž průměrná

roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2018 poklesla o 0,38 p. b., a průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2019 poklesla o 0,17 p. b.

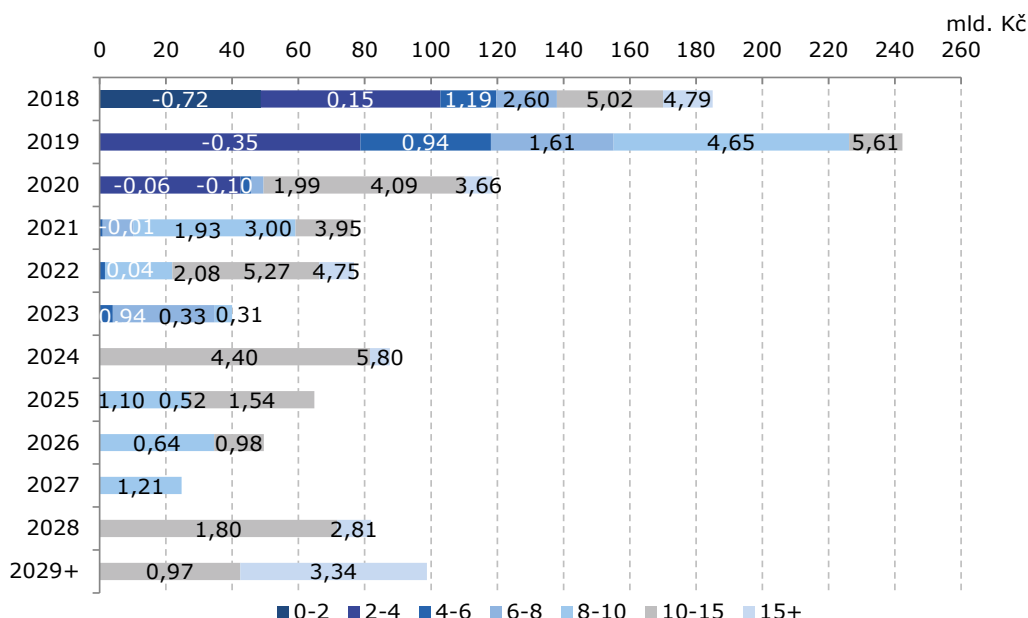
Rostoucí výnosy dosažené v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se zbytkovou dobou do splatnosti nad pět let zejména ve druhé polovině roku 2017 zapříčinily nárůst průměrné roční nákladovosti v některých segmentech splatností nad pět let oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2016.

Znovuotevřením stávajících fixně úročených dluhopisů s dobou do splatnosti nad 5 let vydaných od roku 2015 bylo v roce 2017 při prodeji dluhopisů České republiky, 2015–2023, 0,45 %, dluhopisů České republiky, 2015–2026, 1,00 %, a dluhopisů České republiky, 2015–2030, 0,95 % dosahováno relativně vyšších výnosů do splatnosti, přičemž průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných

v roce 2023 vzrostla o 0,16 p. b., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2026 vzrostla o 0,11 p. b., a průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2030 vzrostla o 0,10 p. b.

Vydáváním nových a znovuotevřením stávajících fixně úročených dluhopisů splatných od roku 2027 však celkově došlo k poklesu průměrné roční nákladovosti v segmentu těchto splatností o 0,44 p. b. oproti průměrné roční nákladovosti stanovené na konci roku 2016.

Obrázek 36: Splatnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti



Poznámka: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje ke konci roku 2017. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v % p. a.
Zdroj: MF

Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. V souvislosti s měnovým rizikem sleduje Ministerstvo vývoj čisté cizoměnové expozice vypovídající o tržním riziku, kterému je vystaven cizoměnový státní dluh z titulu pohybu měnových kurzů po očištění o cizoměnovou expozici státních finančních aktiv, kde cizoměnový dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolia denominovanou v cizí měně. V této souvislosti Ministerstvo rozlišuje čistou cizoměnovou expozici státního dluhu s dopadem na výši státního dluhu a čistou cizoměnovou expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu. Výše čisté cizoměnové expozice je ovlivněna také derivátovými operacemi, které zajišťují část cizoměnového dluhu proti nepříznivému vývoji měnových kurzů. Klíčovými ukazateli zavedenými v souvislosti s řízením měnového rizika je podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu s dopadem na výši státního dluhu na celkovém státním dluhu, pro který byla pro rok 2017 platná strategická limitní hranice ve výši 15 % + 2 p. b. a podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na celkovém státním dluhu

s limitní hranicí 15 % + 2 p. b., přičemž platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné, překročení o 2 p. b. slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé deprecie domácí měny. Výše takto stanovených limitů byla podmíněna situací na devizovém trhu v případě, že nedojde k výraznějšímu oslabení koruny vůči euru oproti závazku ČNB poblíž hladiny EURCZK 27,0, než byl průměrný vývoj od listopadu 2013, což nenastalo.

Ke konci roku 2017 činí hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši státního dluhu 10,9 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2016 došlo k poklesu ukazatele o 0,6 p. b. Hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu činí ke konci roku 2017 11,0 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2016 došlo k poklesu ukazatele o 0,6 p. b. Pokles obou ukazatelů čisté cizoměnové expozice je konzistentní s posílením kurzu koruny po ukončení režimu devizových intervencí ČNB a rovněž s nárůstem výše státního dluhu v roce 2017.

Citlivost úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na změnu měnového kurzu koruny je relativně nízká a to i ve srovnání s citlivostí úrokových výdajů na posun výnosové křivky. Ke konci roku 2017 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro. Pokud by na počátku roku 2018 oslabil kurz EURCZK o 1 % oproti úrovni z konce roku 2017, tj. z 25,540 na 25,795, a tento kurz by trval po celý rok 2018, potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 85 mil. Kč. Více informací je obsaženo v sekci Cost-at-Risk státního dluhu. Dominantní část čisté cizoměnové expozice je dlouhodobě tvořena měnou euro.

Benchmarkové portfolio

Pro posouzení nastavení struktury emisních kalendářů a schopnosti profitovat na vývoji výnosů státních dluhopisů během roku a na tvaru výnosové křivky vytvořilo Ministerstvo tzv. syntetické benchmarkové portfolio skládající se pouze z fixně úročených korunových dluhopisů.

Dluhopisy obsažené v benchmarkovém portfoliu jsou vydávány vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy. Všechny dluhopisy benchmarkového portfolia jsou vydávány se stejnou zbytkovou dobou do splatnosti, přičemž tato zbytková doba do splatnosti zaručuje stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolia státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti skutečného portfolia ke konci roku. Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2017 činí 5,0 roku. Pokud jsou skutečné emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolia se splatností 7,4 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolia státního dluhu 5,0 roku ke konci roku 2017.

Průměrný vážený výnos portfolia korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2017 za použití průměrného výnosu do splatnosti dosaženého v aukci v případě fixně úročených dluhopisů a průměrné přírážky nad referenční

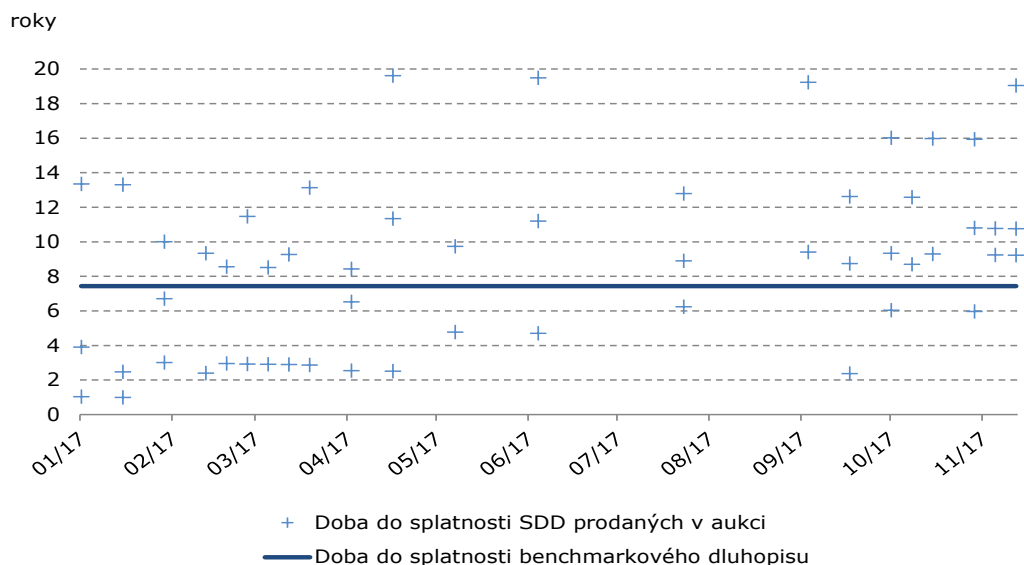
Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2017 činí 12,5 %, když oproti konci roku 2016 došlo k poklesu ukazatele o 0,9 p. b., z důvodu posílení kurzu koruny po ukončení režimu devizových intervencí ČNB a rovněž nárůstu výše státního dluhu. V roce 2017 nerealizovalo Ministerstvo žádnou emisi státních dluhopisů na zahraničních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby, vysokého zájmu o korunové státní dluhopisy na domácím trhu a také vyšších výdajů spojených s touto emisí ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění výdajů na zajištění měnového rizika.

úrokovou sazbu dosažené v aukci a příslušných forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR v případě variabilně úročených dluhopisů činil 0,51 % p. a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolia, získaný z teoretické výnosové křivky modelované pomocí Svenssonova modelu, dosažený v roce 2017 činí 0,63 % p. a., tj. je vyšší o 12 bazických bodů než výnos skutečného portfolia.

Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2017 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfoliu, a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfoliích porovnat. Celkový roční náklad v akruálním vyjádření ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2017 činí 1,0 mld. Kč. Celkový akruální roční úrokový náklad generovaný v benchmarkovém portfoliu činí 1,2 mld. Kč.

Je nutné upozornit, že dosažená roční úspora v akruálním vyjádření ve výši 0,2 mld. Kč je generována pouze nastavením emisního kalendáře a plyne z tvaru výnosové křivky. Dále je nutné upozornit, že úspora je vyjádřena na základě forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR, skutečně dosaženou úsporu tak lze stanovit až na základě skutečných budoucích hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR.

Obrázek 37: Doba do splatnosti korunových SDD prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu

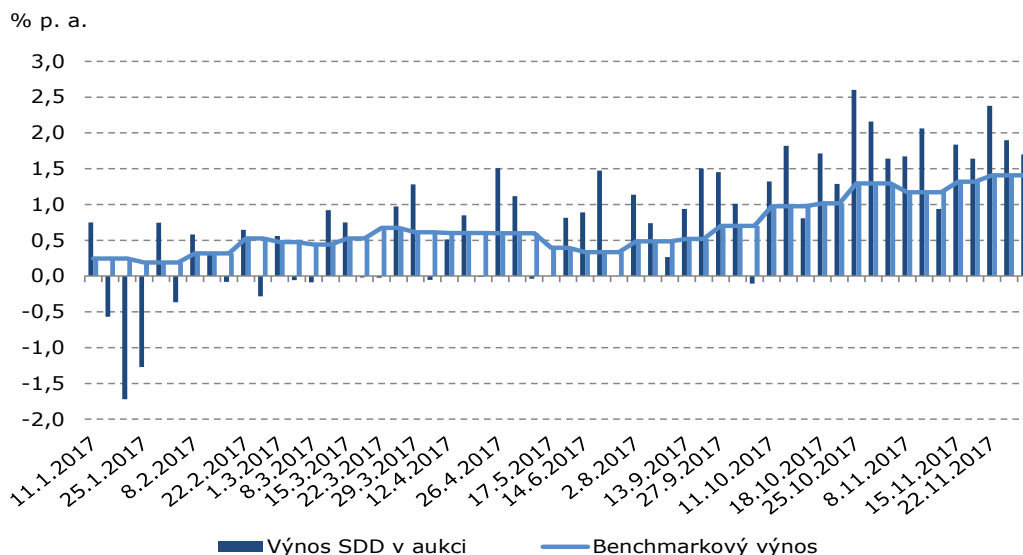


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti. Dne 25. října 2017 proběhla aukce korunových SDD splatných v roce 2057. Hodnota doby do splatnosti se nachází mimo rozsah grafu.
Zdroj: MF

V průběhu roku 2017 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 57 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 196,7 mld. Kč a jedna aukce variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních

dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 1,0 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2017 dosahuje 7,4 roku a je totožná s dobou do splatnosti benchmarkového dluhopisu.

Obrázek 38: Výnosy korunových SDD prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu



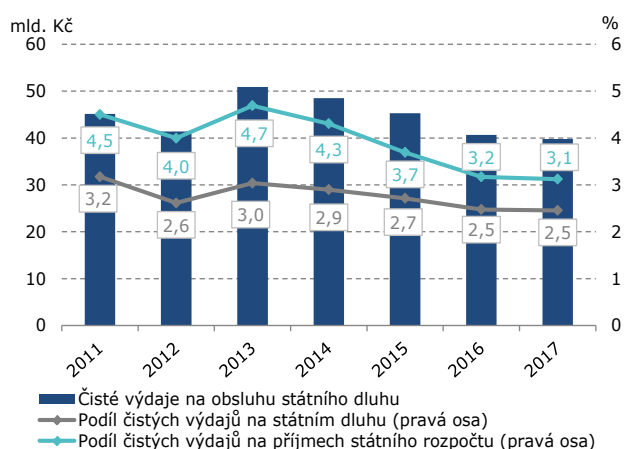
Zdroj: MF

5 – Výdaje na obsluhu státního dluhu

Hotovostní a akruální vyjádření

Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu jsou představovány rozdílem hrubých výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který je založen stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jeho aktualizaci podle metodiky ESA 2010, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace. Podíl čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu, státním dluhu i HDP vykazuje počínaje rokem 2014 klesající trend.

Obrázek 39: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu

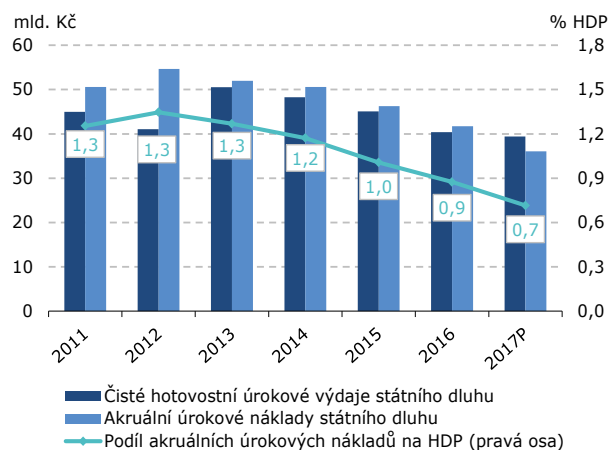


Poznámka: Příjmy státního rozpočtu jsou očištěny o příjmy kapitoly 396 – Státní dluh.
Zdroj: MF

Sledování vývoje příjmů a výdajů, resp. čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nemusí podávat vždy zcela přesnou informaci o tom, jaké ekonomické náklady jsou v daném období reálně spojeny se státním dluhem. Pro tyto účely lépe vyhovuje akruální vyjádření nákladů, které je založeno na postupné kumulaci úrokových nákladů na denní bázi. Vývoj akruálních úrokových nákladů tak má tendenci vykazovat výrazně nižší volatilitu než vývoj úroků na hotovostní bázi, neboť není ovlivněn časovými disproporcemi mezi obdobím vzniku příslušného čistého úrokového nákladu a datem realizace s ním spojeného výdaje či příjmu. Až do roku 2012 náklady v akruálním vyjádření rostly a obdobně se vyvíjel i jejich podíl na HDP.

Pokles akruálních nákladů v letech 2013 až 2017 je způsoben souběhem poklesu státního dluhu a z dlouhodobého hlediska nízké úrovně výnosů státních dluhopisů.

Obrázek 40: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu



Poznámka: Zdroj pro HDP v metodice ESA 2010 v letech 2011 až 2016 je ČSÚ, pro rok 2017 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2018.
Zdroj: MF, ČSÚ

Mezi faktory ovlivňující vztah mezi hotovostními výdaji rozpočtu a akruálními náklady patří vývoj stavu jednotlivých dluhových instrumentů, kdy při jeho růstu se úrokové platby vyplácené na konci trvání kalkulačního období, tj. především kupóny korunových i cizoměnových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, úroky z úvěrů od Evropské investiční banky a swapové úroky, nejprve projeví akruálně a teprve na konci tohoto období hotovostně. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních nákladů. V případě diskontovaných dluhových instrumentů dochází naopak k vypořádání úroku se státním rozpočtem k datu emise, tj. diskonty se nejprve v plné míře projeví hotovostně a teprve postupně po celou dobu trvání instrumentu akruálně. Stejný princip platí i pro inkasované prémie střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Klíčovou roli v poměru mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady hraje rovněž vývoj úrokových sazeb, kdy v případě jejich růstu u plateb hrazených na konci kalkulačního období dojde k převaze akruálních nákladů, v případě úrokového výdaje vypořádaného na počátku trvání instrumentu pak k převaze hotovostních výdajů. Stejné principy působící v opačném smyslu platí v případě poklesu úrokových sazeb.

Obdobně v daném období může dojít k významné disproporci mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady v případě, že je v tomto období splatný instrument s vysokou úrokovou sazbou, který se plně projeví hotovostně, ale pouze částečně akruálně, a je nahrazen instrumentem s nízkou úrokovou sazbou, jehož akruální náklad se začne průběžně zohledňovat již od data emise či přijetí, zatímco se v daném období nemusí hotovostně vůbec projevit.

Tabulka 13: Hotovostní prémie a diskonty SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD

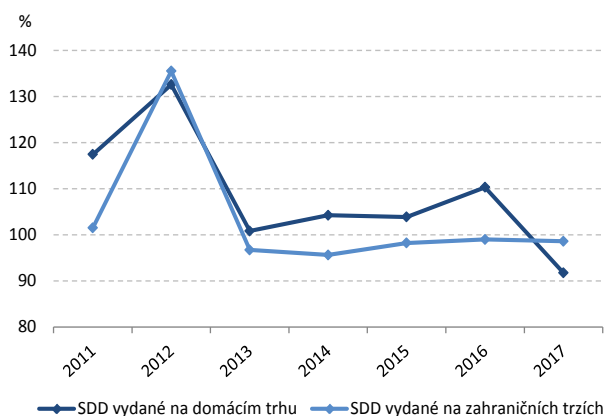
mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hotovostní prémie SDD	7,4	11,8	5,8	6,0	7,1	8,6	8,4
Hotovostní diskonty SDD	0,7	0,8	1,4	1,3	0,6	0,0	3,0
Rozdíl hotovostních diskontů a premií SDD	-6,8	-11,0	-4,4	-4,7	-6,5	-8,6	-5,4
Rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD	-5,7	-9,7	-0,3	-1,5	-1,3	-2,8	2,4

Poznámka: SDD vydané na domácím trhu.
Zdroj: MF

Základní trendy vývoje hotovostních výdajů a akruálních nákladů jsou do značné míry dány vývojem těchto ukazatelů u střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu, které tvoří dominantní část státního dluhu a v roce 2017 se podílí téměř třemi čtvrtinami na celkových akruálních nákladech státního dluhu. U střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu převažují hotovostní úrokové výdaje nad akruálními náklady. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2017 podílí na celkových akruálních nákladech téměř jednou čtvrtinou, je balance mezi

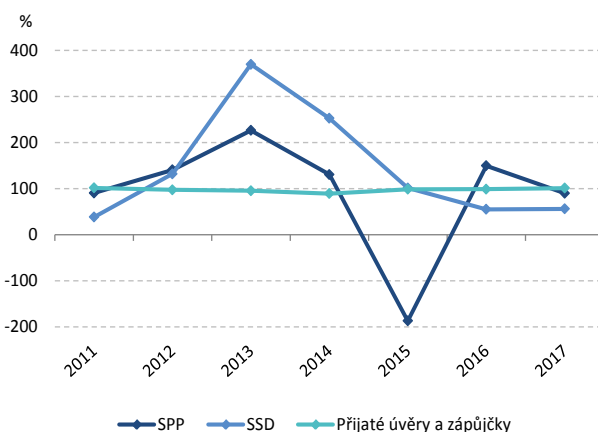
akruálními náklady a hotovostními úrokovými výdaji přibližně vyrovnaná. V případě státních pokladničních poukázek převažují akruální náklady nad hotovostními výdaji, resp. hotovostní příjmy převažují akruální příjmy. Vzhledem ke krátké době splatnosti většiny poskytnutých zápůjček v podobě zápůjčních facilit, nejsou rozdíly mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady příliš významné. Totéž platí i pro krátkodobé přijaté zápůjčky a vzhledem k většinou krátké době refixace ve většině případů i u úvěrů přijatých od Evropské investiční banky. U spořicíh státních dluhopisů hotovostní úrokové výdaje převažují akruální náklady.

Obrázek 41: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD



Zdroj: MF

Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu



Zdroj: MF

Rozpočet kapitoly Státní dluh

Rozpočet kapitoly 396 – Státní dluh je každoročně sestavován na základě analýzy úrokových výdajů Cost-at-Risk. Očekávané čisté výdaje činily 46,0 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté výdaje kapitoly v roce 2017 činí 39,8 mld. Kč, tj. zhruba 0,8 % HDP a 3,1 % celkových příjmů státního rozpočtu bez zahrnutí příjmů kapitoly 396 – Státní dluh. Rozdíl skutečných čistých výdajů oproti

původně schválenému rozpočtu ve výši 46,3 mld. Kč činí 6,6 mld. Kč, což částečně přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření státního rozpočtu v roce 2017. Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými čistými výdaji je zapříčiněn především nižšími výdaji, zatímco příjmy dosáhly mírně vyšší úrovně oproti schválenému rozpočtu. Oproti roku 2016 došlo k poklesu čistých výdajů o cca 2,2 %.

Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh

mil. Kč	Skutečnost 2016	Rozpočet 2017		Skutečnost 2017	% plnění	2017/2016 (%)
		Schválený	Po změnách			
1. Úrokové výdaje a příjmy celkem	40 383	45 893	40 133	39 812	99,2	98,6
	-	-	-	(-) 384	-	-
Vnitřní dluh	30 512	35 119	32 371	32 117	99,2	105,3
	-	-	-	(-) 2 051	-	-
Instrumenty peněžního trhu	(-) 155	(-) 38	(-) 608	(-) 674	110,8	434,3
	-	-	-	(-) 377	-	-
SSD	3 072	1 786	1 779	1 778	100,0	57,9
	-	-	-	17	-	-
SDD vydané na domácím trhu	27 595	33 371	31 200	31 013	99,4	112,4
	-	-	-	(-) 1 690	-	-
Vnější dluh	9 871	10 768	7 757	7 695	99,2	78,0
	-	-	-	1 667	-	-
SDD vydané na zahraničních trzích	9 513	10 076	7 460	7 443	99,8	78,2
	-	-	-	1 590	-	-
Přijaté zápůjčky a úvěry	357	692	297	252	84,8	70,5
	-	-	-	77	-	-
Platební účty	0	5	5	0	-0,5	11,3
	-	-	-	0	-	-
2. Poplatky	271	450	450	339	75,3	124,9
	0	-	-	0	-	8,0
Saldo kapitoly celkem	40 654	46 343	40 583	39 767	-	97,8

Poznámka: (-) značí příjmy, resp. výnosy.

Zdroj: MF

Tabulka 15: Přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2017

Určení prostředků	Částka (Kč)
Navýšení stupnice základních tarifů o 10 % pro příslušníky bezpečnostních sborů Ministerstva vnitra, Vězeňské služby a Celní správy od 1. 7. 2017	858 085 562
Posílení běžných výdajů Bezpečnostní informační služby	28 750 000
Dofinancování sociálních služeb	462 305 856
Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	541 471 732
Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	3 611 106 425
Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	15 101 958
Posílení výdajů, které jsou součástí utajované části rozpočtu	42 996 940
Krytí deficitu rozpočtu Státního fondu dopravní infrastruktury	200 000 000
Celkem	5 759 818 473

Poznámka: Detailnější přehled realizovaných rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh je součástí Přílohy II.

Zdroj: MF

V průběhu roku 2017 bylo z výdajů kapitoly formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 5,8 mld. Kč. Výsledný rozdíl skutečných čistých výdajů oproti konečnému rozpočtu po zahrnutí vlivu rozpočtových opatření činí 0,8 mld. Kč.

Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými výdaji je dán několika faktory. Hlavním faktorem je především charakter konstrukce rozpočtovaných výdajů kapitoly. Rozpočtované výdaje představují hranici výdajů, která bude s určitou pravděpodobností překročena. Díky vyšším rozpočtovaným výdajům oproti výdajům očekávaným je mimo jiné možno držet část státního dluhu ve formě variabilně úročených instrumentů, které jsou v průměru zpravidla úročeny níže než fixně úročené dluhopisy, a tím dosahovat úspory na výdajích státního rozpočtu. Dalším faktorem je příznivá a v průběhu přípravy státního rozpočtu na rok 2017 neočekávaná situace na finančních trzích, kdy výnosy státních dluhopisů úročené na krátkém konci výnosové křivky dosahovaly i v průběhu roku 2017 záporných hodnot. Ministerstvo na tuto tržní situaci flexibilně zareagovalo, na primárním trhu doprodalo státní dluhopisy České republiky bez výnosu splatné v lednu 2018 a červenci 2019 a znovuotevřelo emisi fixně úročených státních dluhopisů České republiky splatných v říjnu 2019 v celkové jmenovité hodnotě 33,5 mld. Kč, a na primárním trhu vydalo nové emise státních dluhopisů České republiky bez výnosu splatné v únoru 2020 a únoru 2022 v celkové jmenovité hodnotě 41,2 mld. Kč. Navíc po celý rok 2017 Ministerstvo za účelem získání dodatečných příjmů státního rozpočtu nabízelo v aukcích rovněž státní pokladniční poukázky ve všech splatnostech do jednoho roku v celkové jmenovité hodnotě 409,9 mld. Kč, které se vždy podařilo umístit za záporný výnos. Celkový dodatečný příjem státního

rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 1,2 mld. Kč.

Celková úspora státního rozpočtu díky prodeji variabilně úročených dluhopisů oproti prodeji fixně úročených dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti, tj. při zachování stejného refinančního rizika, v letech 2008 až 2017 činí více než 25 mld. Kč. Pro vyjádření realizované úspory je však nutná znalost výše všech kupónových plateb, tj. realizovanou úsporu v důsledku emise konkrétního variabilně úročeného dluhopisu je možné vyjádřit až po fixaci poslední kupónové sazby. Realizovanou úsporu na výdajích státního rozpočtu lze zatím vyjádřit pouze ve spojení s již splacenými dluhopisy oproti situaci, kdyby byly vždy místo těchto dluhopisů prodávány fixně úročené dluhopisy se stejnou dobou do splatnosti. Celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR dosáhla cca 1,0 mld. Kč, celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2008-2016, VAR dosáhla cca 12,1 mld. Kč a celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2012-2017, VAR % dosáhla cca 2,2 mld. Kč.

Úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosahují v roce 2017 v aktuálním vyjádření výše 36,1 mld. Kč, z čehož činí úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2017 cca -0,5 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2017 činí 623,0 mld. Kč včetně revolvingu státních pokladničních poukázek. Růst aktuálních nákladů spojených se státním dluhem vydaným v roce 2017 je dán absencí aktuálních příjmů z prodeje státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s relativně krátkou dobou do splatnosti za záporný výnos, které budou v následujících letech postupně spláceny.

Tabulka 16: Úrokové výdaje a aktuální náklady na nově vydaný státní dluh

mld. Kč	Jmenovitá hodnota	Čisté úrokové výdaje / aktuální náklady			
		2017	2018P	2019P	2020P
Hotovostní vyjádření	623,0	-5,8	1,9	1,9	1,8
Aktuální vyjádření	623,0	-0,5	1,3	1,4	1,5
Hrubá emise SDD	213,1	0,2	1,4	1,4	1,5
Hrubá emise SPP	409,9	-0,6	-0,1	-	-

Zdroj: MF

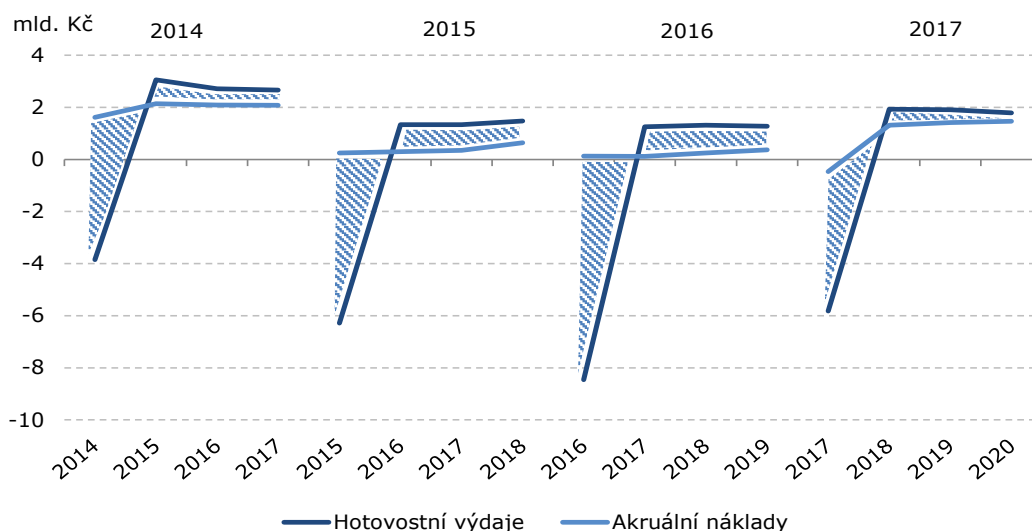
Podobný vývoj vykazují čisté úrokové výdaje na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když výše těchto výdajů v roce 2017 činí -5,8 mld. Kč. V letech 2018 až 2020 se očekávají čisté úrokové výdaje na nový státní dluh na úrovni cca 1,9 mld. Kč, resp. 1,8 mld. Kč. Nově vydaný státní dluh v roce 2017 přinesl čistý hotovostní příjem státního rozpočtu ve výši 5,8 mld. Kč z důvodu znovuotevírání emisí s vyššími kupónovými sazbami, které spolu s nižšími tržními výnosy generovaly aukční prémii. Příjmy rozpočtu generované ze

státního dluhu vydaného v roce 2017 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími hotovostními výdaji v porovnání s aktuálními. Platí, že čisté hotovostní úrokové výdaje a aktuální náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2014 až 2017 generoval dluh vydaný v každém z těchto roků hotovostní příjem v roce vydání, což bylo způsobeno především nepřetržitým poklesem tržních výnosů až na svá historická minima ke konci

roku 2016, a následně postupným růstem tržních výnosů prakticky po celý rok 2017. Pokud by byly v každém roce vydávány pouze nové emise dluhopisů s tržní kupónovou sazbou a kupónem vypláceným ke konci roku budou akruální náklady a čisté hotovostní úrokové výdaje v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je akruální vyjádření nákladů na státní dluh přesnější a více vypovídající, jelikož není ovlivněno znovuotevíráním emisí s jinou než tržní kupónovou sazbou, kterému se ale nelze v reálném světě vyhnout, protože malé objemy emisí dluhopisů způsobují

nelikvidnost těchto dluhopisů a v konečném důsledku mohou způsobit nárůst úrokových nákladů z titulu premie za nelikvidnost. Z grafu je dále patrný pokles akruálních nákladů na nový státní dluh v letech 2014 až 2016, což souvisí jednak se snížením celkové emise dluhových instrumentů a jednak trvajícím poklesem výnosů státních dluhopisů, naopak postupný nárůst výnosů státních dluhopisů v průběhu roku 2017 se projevil v nárůstu akruálních nákladů na nový státní dluh vydaný v tomto roce.

Obrázek 43: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu

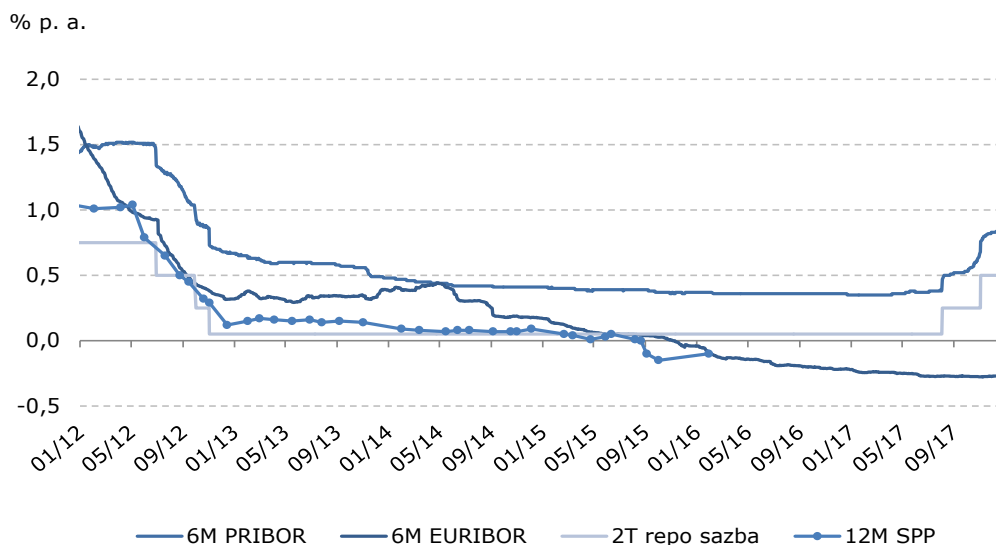


Zdroj: MF

V roce 2017 došlo k dalšímu poklesu výnosových křivek eurového peněžního trhu. Sazba šestiměsíční EURIBOR během roku 2017 klesala s velmi nízkou volatilitou. Opačně se vyvíjely výnosové křivky korunového peněžního trhu, které během roku 2017 výrazně vzrostly. ČNB v dubnu 2017 ukončila režim devizových intervencí a počátkem srpna,

resp. počátkem listopadu dvakrát navýšila základní úrokovou sazbu (dvoutýdenní repo sazbu), o 0,20, resp. 0,25 p. b. na 0,50 % p. a. Sazba šestiměsíční PRIBOR v reakci na tyto kroky od počátku druhého čtvrtletí roku 2017 začala růst s výrazně vyšší volatilitou.

Obrázek 44: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP

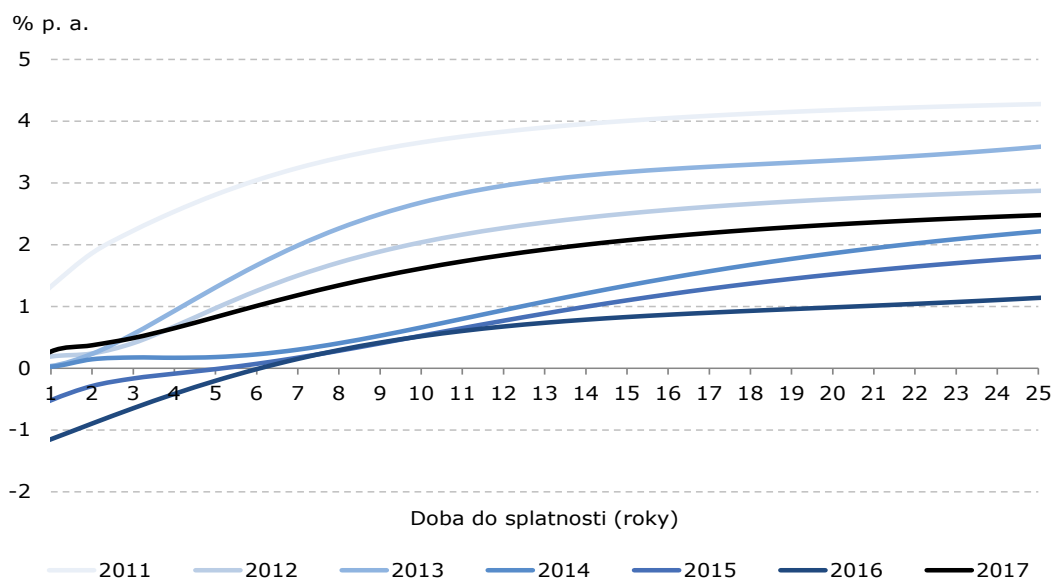


Zdroj: Bloomberg, ČNB

Výnosy korunových státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky v průběhu celého prvního čtvrtletí 2017 pozvolna rostly, poté se jejich růst zastavil. Během druhého a v začátku třetího čtvrtletí 2017 se tyto výnosy ustálily, resp. nepatrně poklesly, přičemž výnosy korunových státních dluhopisů s dobou do splatnosti do tří let se pohybovaly v záporných hodnotách. Od konce třetího čtvrtletí, resp. poté, co bankovní rada ČNB na svém měnověpolitickém zasedání jednomyslně rozhodla zvýšit základní úrokové sazby, výnosy po celé délce výnosové křivky začaly výrazněji růst a ke konci roku 2017 se pohybovaly na úrovni poloviny roku 2014.

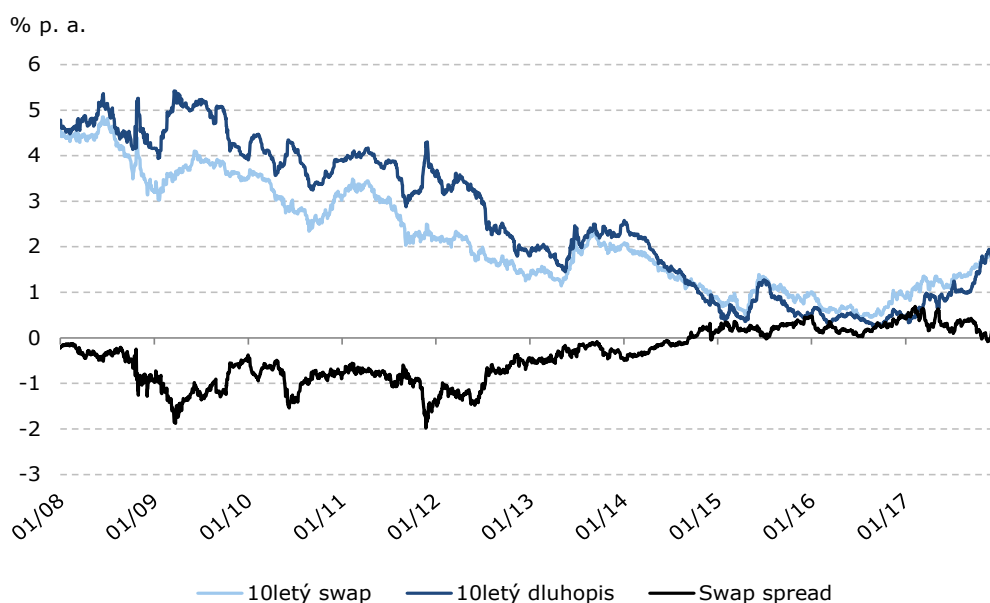
Rozdíl mezi swapovou sazbou a výnosem státního dluhopisu, tzv. swap spread, téměř po celý rok 2017 dosahoval kladných hodnot pro dobu do splatnosti 10 let. Kladná hodnota swap spreadu potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních dluhopisů mezi investory. Hodnota swap spreadu se v případě desetileté splatnosti pohybovala na počátku roku 2017 na úrovních cca 40 bazických bodů, přičemž ke konci prosince 2017 dosahuje hodnoty 10 bazických bodů. Průměrná hodnota swap spreadu u desetiletého swapu dosahuje během roku 2017 hodnoty cca 30 bazických bodů.

Obrázek 45: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů



Poznámka: Jedná se o „par“ výnosovou křivku fixně úročených státních dluhopisů vydaných na domácím trhu zkonstruovanou na základě rozšířeného modelu Nelsona-Siegela - tzv. Svenssonova modelu.
Zdroj: MF, Bloomberg, MTS

Obrázek 46: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD



Zdroj: MF, Bloomberg

Cost-at-Risk státního dluhu

Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika aplikuje od roku 2005 sofistikovaný modelový rámec, tzv. Cost-at-Risk (CaR), který vychází z metodologie Value-at-Risk a simuluje budoucí očekávané a maximální úrokové výdaje při daném stupni rizika, které je odvozeno z volatility časové struktury úrokových sazeb. Stochastickým prvkem modelu CaR je výnosová křivka, deterministickým prvkem je pak dynamická struktura portfolia státního dluhu, která vychází ze základního scénáře programu financování při respektování stanovených strategických cílů řízení finančních rizik.

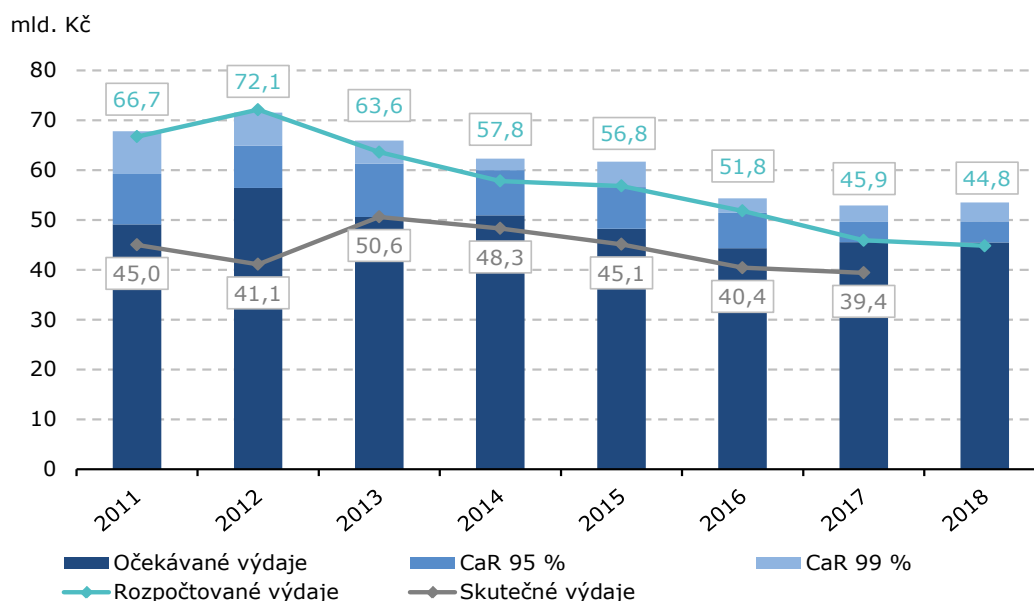
Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních úrokových výdajů státního dluhu, které nebudou s danou 95%, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu. Při aplikaci analýzy

CaR jsou výstupem modelu nejenom hodnoty kvantilů CaR 95 % a CaR 99 %, ale zároveň celé pravděpodobnostní rozdělení úrokových výdajů v libovolném časovém okamžiku, což z této analýzy činí mocný nástroj pro analýzu úrokových výdajů státního rozpočtu ve vztahu k emisní činnosti a situaci na finančních trzích.

Simulační rámec pracuje odděleně s úrokovými výdaji a úrokovými příjmy. Výsledkem agregace úrokových výdajů a úrokových příjmů jsou čisté úrokové výdaje státního dluhu. Úrokové výdaje nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované maximální čisté úrokové výdaje nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

Obrázek 47: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk



Poznámka: Jedná se o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje.
Zdroj: MF

Tabulka 17: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk

mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rozpočtované výdaje¹	66,7	72,1	63,6	57,8	56,8	51,8	45,9	44,8	46,1	48,0
Skutečné výdaje	45,0	41,1	50,6	48,3	45,1	40,4	39,4	-	-	-
Očekávané výdaje	49,1	56,4	50,6	50,9	48,2	44,3	45,6	45,5	45,8	47,9
CaR 95 %	59,2	64,9	61,3	60,0	56,6	51,4	49,6	49,7	53,7	60,3
CaR 99 %	67,8	71,5	65,9	62,3	61,7	54,3	52,9	53,5	57,4	64,2

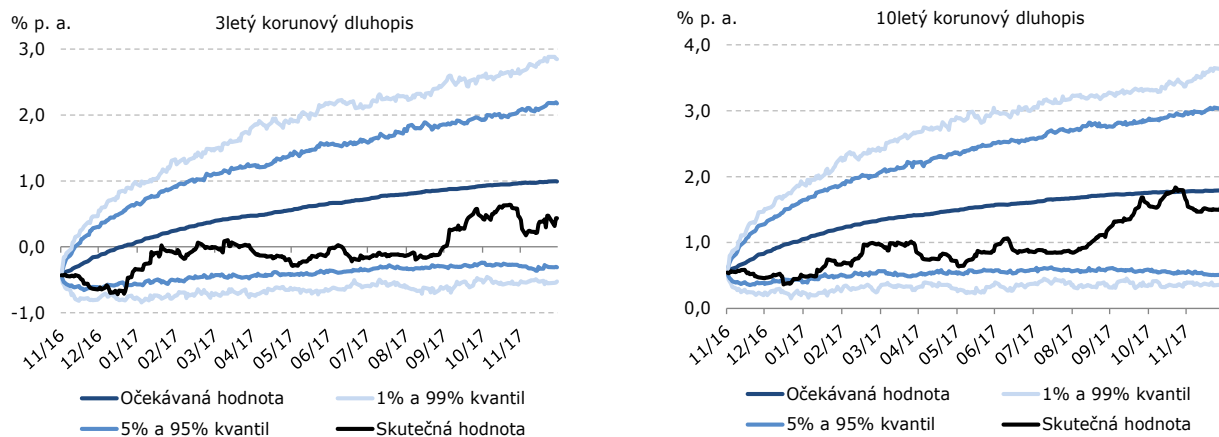
¹ V letech 2011 až 2018 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje. V letech 2019 a 2020 se jedná o střednědobý výhled.
Zdroj: MF

Cost-at-Risk na rok 2017

Ve Zprávě o řízení státního dluhu České republiky v roce 2016 byl uveřejněn Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2017. Výpočet ukazatele CaR vychází ze simulací vývoje časové struktury úrokových sazeb k 28. listopadu 2016.

Porovnání skutečného vývoje úrokových sazeb 3letého a 10letého korunového dluhopisu s jejich simulacemi za období od 28. listopadu 2016 do 31. prosince 2017 zachycují následující obrázky.

Obrázek 48: Skutečné vs. simulované výnosy korunových státních dluhopisů v roce 2017



Zdroj: MF

Srovnání skutečně realizovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu se simulovanými hodnotami očekávaných výdajů (průměrem simulací) a úrokových výdajů v riziku (95% a 99% kvantil simulací) v letech 2016 a 2017 zachycuje následující

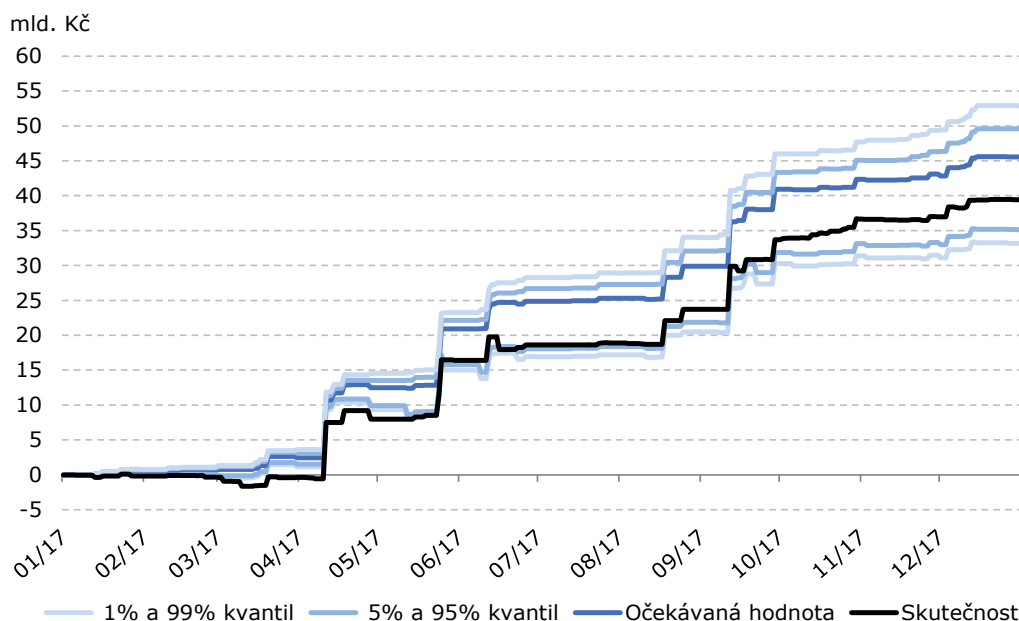
tabulka. V roce 2017 činí čisté úrokové výdaje 39,4 mld. Kč, očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2017 predikované modelem se nacházejí na úrovni 45,6 mld. Kč.

Tabulka 18: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje

mld. Kč	2016	2017
Skutečné výdaje	40,4	39,4
Očekávané výdaje	44,3	45,6
CaR 95 %	51,4	49,6
CaR 99 %	54,3	52,9
Odchylka očekávání od skutečnosti	3,9	6,1

Zdroj: MF

Obrázek 49: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2017



Poznámka: Úrokové výdaje jsou kalkulovány na hotovostním principu v souladu se současnou metodikou státního rozpočtu.
Zdroj: MF

Čisté úrokové výdaje tak i v roce 2017 zůstaly pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 49,6 mld. Kč, respektive na 52,9 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 6,1 mld. Kč vyšší oproti skutečnosti.

Diference očekávaných čistých úrokových výdajů je dána především nižšími výnosy korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů oproti očekávání danému modelem, která trvala prakticky po celý rok 2017. Výnosy státních dluhopisů úročených na krátkém konci výnosové křivky během prvních třech čtvrtletí roku 2017 dosahovaly i nadále záporných hodnot. Na tuto situaci na finančním trhu Ministerstvo od počátku roku 2017 flexibilně zareagovalo a navýšilo emisi na krátkém konci výnosové křivky se zbytkovou dobou do splatnosti do tří let. Diference z tohoto titulu činí celkem 3,9 mld. Kč a je dána především změnou struktury

emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Diference cca 0,8 mld. Kč je způsobena vlivem nižších než očekávaných výnosů státních pokladničních poukázek, když v průběhu celého roku 2017 výnosy státních pokladničních poukázek dosahovaly rovněž záporných hodnot. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 1,2 mld. Kč. Dalším výrazným faktorem byly nižší hladiny referenční úrokové sazby PRIBOR a referenční úrokové sazby EURIBOR. Z titulu nižších než očekávaných hodnot referenční sazby činí diference očekávání cca 1,1 mld. Kč. Diference cca 0,3 mld. Kč je dána vyššími než očekávanými příjmy souvisejícími s řízením likvidity státní pokladny poté, co od třetího čtvrtletí roku 2017 ČNB postupně zvyšuje základní úrokové sazby.

Cost-at-Risk na roky 2018 až 2020

V rámci projednávání zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2018 v Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky došlo ke snížení výdajů kapitoly 396 – Státní dluh oproti vládnímu návrhu o 650 mil. Kč. Oproti rozpočtovaným výdajům na obsluhu státního dluhu v roce 2017 došlo ke snížení těchto výdajů o 1,1 mld. Kč a oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2018 a 2019, se kterým pracovala Strategie, o 6,0 mld. Kč v obou letech.

Modelem očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2018 se nalézají na úrovni 45,5 mld. Kč. Čisté úrokové výdaje v riziku, tj. CaR 99 % činí 53,5 mld. Kč

(CaR 95 % činí 49,7 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové výdaje v roce 2018 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o cca 8,0 mld. Kč oproti očekávaným výdajům. Rozpočtované úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2018 činí 44,8 mld. Kč a nachází se tak o 0,7 mld. Kč pod očekávanými čistými úrokovými výdaji a o 4,9 mld. Kč pod 95% kvantilem ukazatele CaR.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2018 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95 % a CaR 99 %.

Tabulka 19: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2018

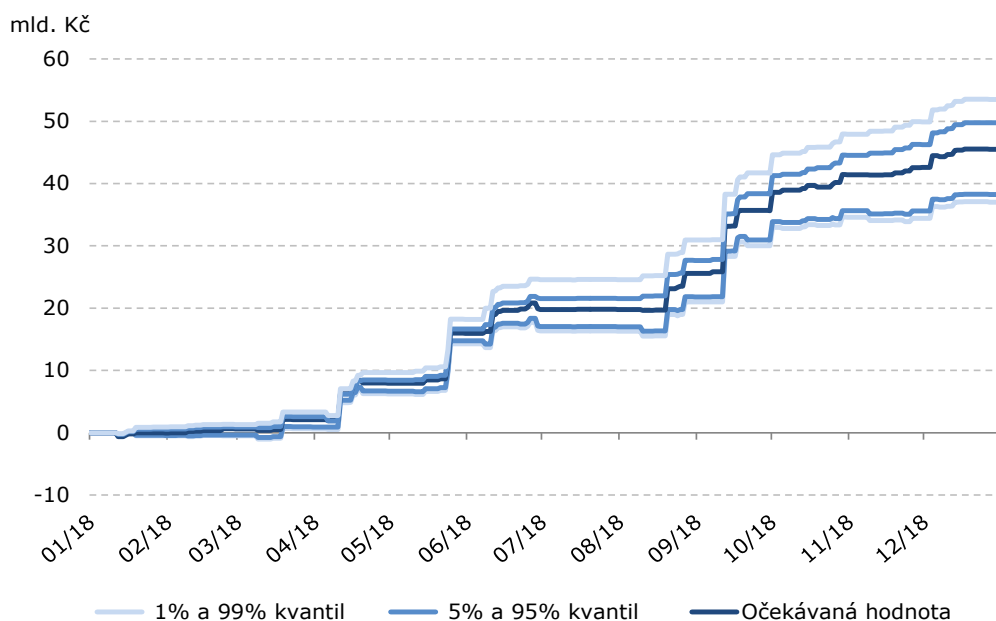
mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	0,0	0,6	2,1	8,0	16,0	19,8	19,8	25,6	35,7	41,4	42,6	45,5
CaR 95 %	0,6	0,9	2,6	8,4	16,6	21,5	21,6	27,7	38,3	44,5	46,2	49,7
CaR 99 %	0,9	1,3	3,3	9,7	18,2	24,5	24,6	30,9	41,7	47,9	49,9	53,5

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2018 stanovených na denní bázi je zobrazena na následujícím obrázku. Obrázek dále

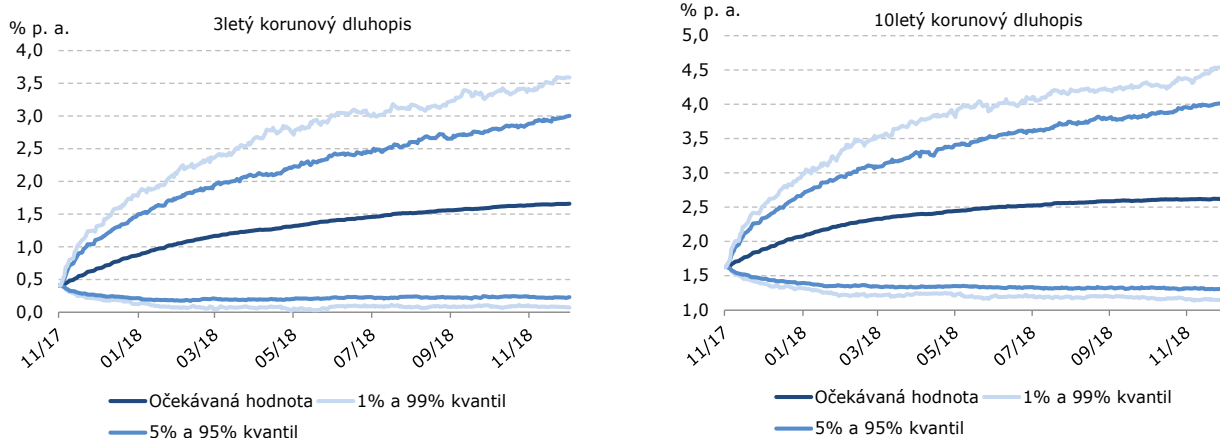
zobrazuje očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů a příslušné 5% a 95%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

Obrázek 50: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2018



Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.
Zdroj: MF

Obrázek 51: Simulace výnosů korunových státních dluhopisů v roce 2018



Zdroj: MF

Ministerstvo se nadále zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní sazby České národní banky, náhlým zhoršením ekonomického stavu eurozóny, prudkým zvýšením rizikové premie státních dluhopisů, atd. Ministerstvo se snaží kvantifikovat dopad těchto vlivů na čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu. Každá ekonomická událost má vliv na určitou část výnosové křivky,

proto je pro Ministerstvo důležité pozorovat posun jednotlivých částí výnosových křivek odděleně. Následující tabulka kvantifikuje důsledky možného zvýšení sazeb na krátkém konci výnosové křivky, na dlouhém konci výnosové křivky a na celé křivce rovnoměrně, vše během celého roku 2018. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

Tabulka 20: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb

mld. Kč	Aktuální model	Posun sazeb na krátkém konci výnosové křivky		Posun sazeb na dlouhém konci výnosové křivky		Posun celé výnosové křivky	
		o 1 p. b.	o 5 p. b.	o 1 p. b.	o 5 p. b.	o 1 p. b.	o 5 p. b.
Očekávané výdaje	45,5	46,2	50,0	53,9	78,7	54,6	83,2
CaR 95 %	49,7	50,9	54,1	57,1	79,3	58,3	83,7
CaR 99 %	53,5	54,7	57,8	60,5	81,5	61,7	85,8

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2018.
Zdroj: MF

Posun výnosové křivky korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p. b. směrem nahoru by v roce 2018 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o 0,7 mld. Kč. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky o 1 p. b. by očekávané čisté úrokové výdaje vzrostly o 8,4 mld. Kč. Posun celé výnosové křivky korunových státních dluhopisů o 1 p.b. směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o cca 9,1 mld. Kč.

Ministerstvo rovněž kvantifikuje citlivost čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na změnu měnového kurzu koruny. Tato citlivost je relativně nízká a to i ve srovnání s citlivostí úrokových výdajů na posun výnosové křivky. Ke konci roku 2017 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro.

Tabulka 21: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK

mld. Kč	Posun kurzu EURCZK	
	o 1 %	o 10 %
Očekávané výdaje	0,085	0,851
CaR 95 %	0,086	0,862
CaR 99 %	0,094	0,941

Poznámka: Šok v podobě jednorázového oslabení kurzu koruny nastane na počátku roku 2018.
Zdroj: MF

Pokud by na počátku roku 2018 oslabil kurz EURCZK o 1% oproti úrovni z konce roku 2017, tj. z 25,540 na 25,795, a tento kurz by trval po celý rok 2018, potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 85 mil. Kč.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného navýšení schodku státního rozpočtu na úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu. V případě navýšení schodku státního rozpočtu České republiky v roce 2018 o 10,0 mld. Kč a předpokladu financování tohoto navýšení formou rovnoměrného navýšení jmenovitých hodnot střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na domácím trhu dle aktuálního emisního kalendáře by tato změna znamenala zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 0,1 mld. Kč. Vliv na státní rozpočet založený na hotovostní bázi je však velmi citlivý na vybraný způsob financování navýšení schodku. V případě emise dluhopisu s premií se zvýšená hrubá emise s ohledem na hotovostní princip rozpočtu nemusí projevit růstem úrokových výdajů a způsobí snížení čistých úrokových výdajů, výdaje se projeví až v dalších letech v podobě zvýšených kupónových plateb. V případě aktuálního přístupu, by se zvýšení hrubé emise projevilo okamžitě.

V rámci tříletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro roky 2019 a 2020. Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 45,8 mld. Kč v roce 2019 a 47,9 mld. Kč v roce 2020, což je dáno především použitím méně konzervativního modelu pro rizikovou premii státních dluhopisů a současnými nízkými výnosy státních dluhopisů.

Ve střednědobém výhledu rozpočtu České republiky pro roky 2019 a 2020 leží výdajové rámce kapitoly 396 – Státní dluh pod 95% kvantilem. Pro rok 2019 činí výdajový rámec 46,1 mld. Kč a nachází se o 7,6 mld. Kč pod 95% kvantilem úrokových výdajů. Pro rok 2020 činí výdajový rámec 48,0 mld. Kč, čímž leží o 12,3 mld. Kč pod 95% kvantilem

úrokových výdajů. Rostoucí trend střednědobého výhledu rozpočtovaných i simulovaných úrokových výdajů je způsoben především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem simulace. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont simulace úrokových výdajů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a za předpokladu nezměněných tržních podmínek lze očekávat, že díky nižší volatilitě simulace úrokových sazeb poklesne hodnota rizikových ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

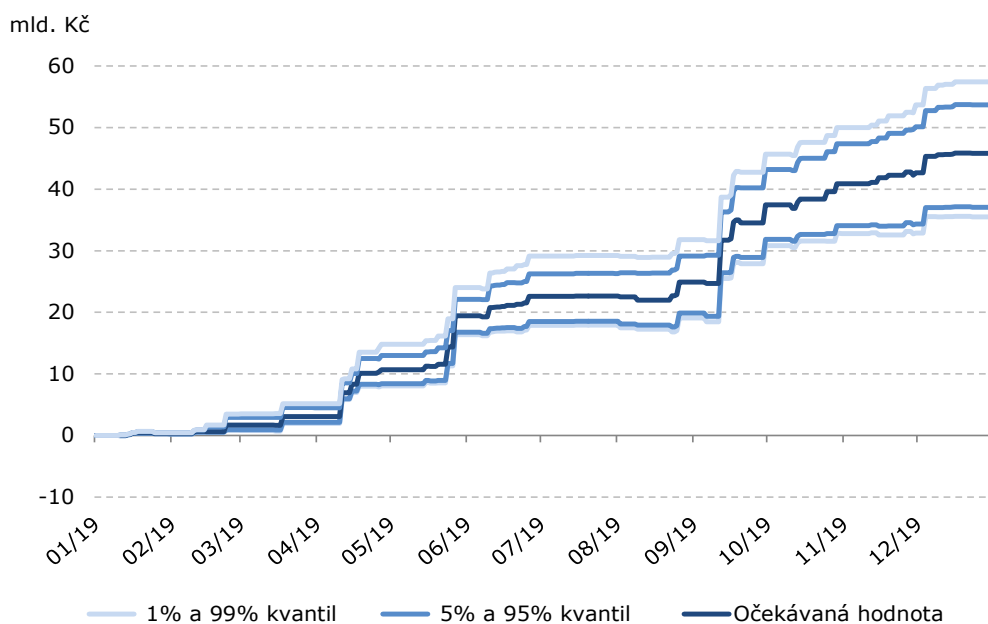
Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2019 jsou modelem predikovány na úrovni 45,8 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2019 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2019 vyšší než stejný rozdíl v roce 2018. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

Tabulka 22: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2019

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	0,3	1,7	3,1	10,7	19,4	22,6	22,7	24,9	37,5	40,9	42,7	45,8
CaR 95 %	0,4	2,9	4,5	13,0	22,1	26,2	26,3	29,1	43,2	47,4	50,1	53,7
CaR 99 %	0,5	3,5	5,2	14,8	24,0	29,1	29,2	31,8	45,7	50,0	53,7	57,4

Zdroj: MF

Obrázek 52: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2019



Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.
Zdroj: MF

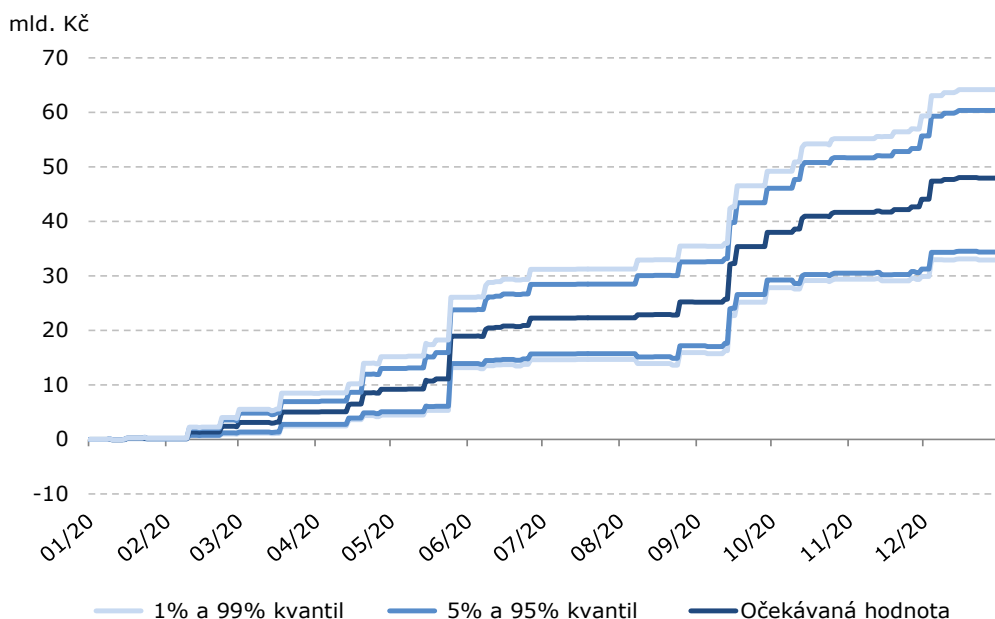
Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2020 jsou modelem predikovány na úrovni 47,9 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické

hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2020 vyšší než stejný rozdíl v letech 2018 a 2019. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

Tabulka 23: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2020

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	0,1	2,3	5,0	9,2	19,0	22,3	22,3	25,2	38,0	41,6	44,1	47,9
CaR 95 %	0,2	3,4	6,9	13,0	23,8	28,4	28,5	32,6	46,1	51,7	55,7	60,3
CaR 99 %	0,2	3,9	8,5	15,2	26,1	31,2	31,3	35,5	49,2	55,2	59,4	64,2

Zdroj: MF

Obrázek 53: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020

Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.
Zdroj: MF

Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia

Cílem Ministerstva je vždy na prvním místě bezproblémové profinancování hrubé výpůjční potřeby při minimalizaci nákladů spojených s konkrétní úrovní rizika. Vzhledem k tomu, že financování hrubé výpůjční potřeby je v roce 2018 tvořeno převážně státními dluhopisy, je důležité vydat dluhopisy s takovými parametry, které uspokojí poptávku investorů. Dalším důležitým faktorem, který musí Ministerstvo sledovat, je likvidita sekundárního trhu dluhopisů. Pro udržení určité úrovně likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů je potřeba u každé emise dluhopisu zajistit poměrně vysokou celkovou jmenovitou hodnotu v oběhu. Dle teorie portfolia může nastat situace, že vydávání dluhopisů dle emisního kalendáře, tak aby byly naplněny požadavky investorů a byla zaručena likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů, vytvoří určitou neefektivnost v řízení dluhového portfolia. Odstranění této neefektivnosti by mohlo být teoreticky dosaženo uzavřením swapových operací, což však s sebou přináší dodatečné náklady a nutnost řízení kreditního rizika. Pro srovnání skutečné strategie financování s jinými alternativními strategiemi z hlediska nákladů a

rizika provádí Ministerstvo od roku 2012 analýzu založenou na metodologii CaR s cílem konstrukce tzv. efektivní hranice.

V klasickém portfolio managementu jsou výnosy a riziko jednotlivých možných investic v rámci daného portfolia porovnávány přímo mezi sebou. Hlavním faktorem ovlivňujícím strukturu portfolia při řízení dluhového portfolia jsou naproti tomu doby do splatnosti jednotlivých instrumentů. Fluktuace výnosových křivek a potřeba refinancování (refixace) pak způsobují, že každé refinancování (refixace) s sebou nese riziko zvýšených nákladů. Portfolia s vyšším podílem instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky jsou vystaveny riziku vyšších nákladů oproti portfoliím s vyšším podílem instrumentů úročených na dlouhém konci výnosové křivky.

Efektivní hranice znázorňuje křivku, která kombinuje riziko a očekávané náklady alternativních dluhových portfolií, které obsahují pouze dluhopisy s jednou konstantní dobou do splatnosti. Dluhopisy v tomto portfoliu jsou vydávány vždy s konstantní dobou

do splatnosti, tj. neuvažují se znovuotevření, a v den své splatnosti je nahrazen dluhopisem opět s touto konstantní dobou do splatnosti. Efektivní hranice představuje takovou hranici kombinace rizika a očekávaných nákladů, která nemůže být žádným jiným alternativním dluhovým portfoliem překročena. Neexistuje tedy žádné dluhové portfolio, které by umožňovalo snížit riziko a zároveň očekávané náklady pod riziko a očekávané náklady portfolií obsahující pouze dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti.

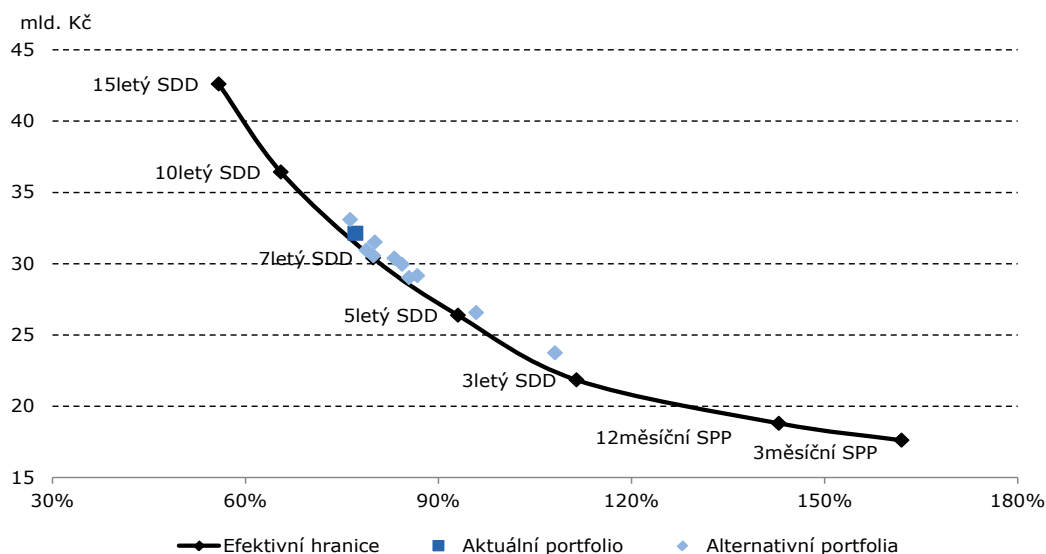
Pro všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze probíhá veškeré financování hrubé výpůjční potřeby v následujících letech ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování znovuotevírání emisí). Efektivní hranice je tvořena sedmi alternativními dluhovými portfolii obsahujícími pouze nově vydané dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti. Tyto dluhopisy jsou: 3měsíční a 12měsíční státní pokladniční poukázky a 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Oproti efektivní hranici konstruované v předchozím roce je patrný nárůst výnosů státních dluhopisů během tříletého simulačního horizontu, který se odráží v navýšení očekávaných nákladů v následujících letech. Dále jsou rovněž patrné velmi nízké výnosy na krátkém konci výnosové křivky, když očekávané náklady v případě emise 3letého státního dluhopisu se příliš neliší od očekávaných nákladů v případě emise státních pokladničních poukázek.

Kromě sedmi alternativních portfolií ležících na efektivní hranici Ministerstvo analyzovalo ještě dalších deset alternativních portfolií s instrumenty,

kteří více odpovídají reálné poptávce investorů. Těchto deset alternativních portfolií je vytvořeno analogicky jako portfolia ležící na efektivní hranici, mix státních dluhopisů s různými splatnostmi, pomocí kterých je financována hrubá výpůjční potřeba v následujících letech.

Dvě alternativní portfolia počítají s nulovou čistou emisí státních pokladničních poukázek ve všech letech, přičemž v prvním portfoliu jsou rovnoměrně vydávány státní dluhopisy se splatnostmi 3, 5, 7, 10 a 15 let. V případě druhého portfolia jsou vydávány rovněž dluhopisy s různými dobami do splatnosti, přičemž je zajištěna průměrná doba do splatnosti dluhového portfolia ve střednědobém horizontu na úrovni 6,0 let. Třetí až šesté alternativní portfolio financuje hrubou výpůjční potřebu vždy rovnoměrně dvěma instrumenty, jedná se o 15leté státní dluhopisy a 3měsíční SPP, 10leté státní dluhopisy a 12měsíční SPP, 10leté státní dluhopisy a 3měsíční SPP a 5leté státní dluhopisy a 12měsíční SPP. V případě sedmého a osmého alternativního portfolia jsou emitovány rovnoměrně SPP se splatnostmi 3 a 12 měsíců a státní dluhopisy se splatnostmi 10 a 15 let, přičemž v jednom případě se zvolené instrumenty emitují rovnoměrně a ve druhém je dodržena splatnost celého nově vydaného dluhu ke konci každého roku na úrovni 5,5 roku. V případě devátého a desátého alternativního portfolia jsou vydávány 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté státní dluhopisy a 3měsíční a 12měsíční SPP, přičemž pro jednu strategii jsou dluhové instrumenty vydávány rovnoměrně a ve druhém případě jsou vydávány z jedné poloviny státní pokladniční poukázky a z druhé poloviny střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, přičemž poměr splatností v rámci jednotlivých skupin je rovnoměrný.

Obrázek 54: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia



Zdroj: MF

Očekávané náklady jednotlivých dluhových portfolií představují kumulované očekávané náklady na obsluhu nově vydaného státního dluhu v letech 2018 až 2020. Ve všech případech jsou náklady vyjádřeny aktuálně, čímž je dosaženo srovnatelné polohy jednotlivých alternativních portfolií. V případě skutečného portfolia je tím dosaženo očištění od vlivu znovuotevřených emisí, které v krátkém simulačním horizontu vede k nadhodnocení rizika i očekávaných nákladů. Pro určení míry rizika jednotlivých dluhových portfolií je využit kumulovaný ukazatel CaR 99 % v letech 2018 až 2020, konkrétně se na vodorovné ose jedná o možné procentní navýšení očekávaných nákladů, při kterém bude dosaženo kumulovaného ukazatele CaR 99 %.

Z obrázku je patrné, že žádné alternativní ani skutečné dluhové portfolio, které obsahuje mix státních dluhopisů s různými dobami do splatnosti, neleží na efektivní hranici. Skutečné dluhové portfolio obsahující současnou skutečnou strategii financování hrubé výpůjční potřeby a alternativní portfolia, která počítají s nulovou čistou emisí státních pokladničních poukázek, se však efektivní hranici velice blíží. Aktuální dluhové portfolio leží v blízkosti shluku alternativních portfolií, které jsou

tvořeny mixem dluhopisů s podobnými průměrnými dobami do splatnosti. Kumulované očekávané aktuální náklady nově vydaného dluhu dle skutečných emisních kalendářů činí 32,1 mld. Kč s rizikem cca 77 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 77 %, v absolutním vyjádření o 24,8 mld. Kč. Oproti předchozímu roku tak očekávané náklady výrazně narostly a zároveň se snížilo riziko. Pokud by se snížila průměrná doba do splatnosti nově vydaného skutečného dluhu, poloha skutečného portfolia by se přiblížila ose x a vzdálila od osy y, tj. snížily by se očekávané náklady a vzrostlo by riziko, že budou překročeny.

V kontextu analýzy efektivní hranice je nutno podotknout, že neexistuje optimální portfolio, které lze získat kvantitativní optimalizací. V reálném světě, kde nelze vydávat v každé aukci novou emisi dluhopisů a nezohledňovat požadavky investorů, lze zvolit pouze takové portfolio, které se bude efektivní hranici co nejvíce přibližovat. Volba části efektivní hranice, kde k tomuto přiblížení portfolia k efektivní hranici dojde, je závislá především na preferenci či averzi k riziku, kterou musí učinit hospodářsko-politická autorita.

6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

Primární dealeri státních dluhopisů České republiky

Status primárního dealera českých státních dluhopisů byl smluvně formalizován 1. října 2011, kdy vstoupila v platnost Dohoda o plnění funkce primárního dealera státních dluhopisů České republiky, která byla s platností od 1. ledna 2014 přejmenována na Dohodu o výkonu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů (dále Dohoda). Dohoda v souladu s nejlepší mezinárodní praxí specifikuje práva a povinnosti jednotlivých členů skupiny primárních dealerů a tím poskytuje institucionální rámec pro spolupráci Ministerstva s finančními institucemi při financování státu a řízení státního dluhu. Pouze primární dealer, jenž uzavřel tuto Dohodu s Ministerstvem, má právo se od 1. ledna 2012 účastnit aukcí v souladu s aktuálně platnými Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou (úřední sdělení ČNB ze dne 18. prosince 2015 o vydání druhé verze Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou).

Primárnímu dealerovi náleží právo exkluzivního přístupu do aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu, jako jsou zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů, přímé prodeje na sekundárním trhu státních dluhopisů, zápůjční facility (ve formě repo operací a od prosince roku 2015 také v podobě kolateralizované zápůjčky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů) a reversní repo operace. Primární dealeri jsou také protistranami Ministerstva při realizaci syndikovaných zahraničních emisí, privátních umístění a jiných finančních operací státu. Primární dealeri mají také exkluzivní právo účastnit se pravidelných setkání se zástupci Ministerstva obvykle jednou za pololetí a podílet se mimo jiné

na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu, včetně navazujících operací pro řízení rizik.

Povinností primárního dealera je nakoupit vždy během čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí nejméně 3 % z celkové jmenovité hodnoty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích, včetně nekonkurenčních částí těchto aukcí. Další významnou povinností je rovněž plnit kotační povinnosti na sekundárním trhu prostřednictvím určené elektronické obchodní platformy DETS (Designated Electronic Trading System) s cílem dosáhnout vysoce likvidního sekundárního trhu státních dluhopisů. Pro roky 2018 a 2019 byla touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů ze dne 20. prosince 2017 opět vybrána elektronická obchodní platforma MTS Czech Republic. Systém zasílaných upozornění v případě nedodržení jedné ze dvou klíčových povinností se osvědčil i v průběhu roku 2017 a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat.

Skupina primárních dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. V roce 2017 měla Česká republika celkem 10 primárních dealerů. V porovnání s rokem 2016 došlo ke snížení o dva primární dealery. S platností od 1. 1. 2017 zanikly všechny práva a povinnosti spojené s funkcí primárního dealera pro Deutsche Bank AG a Morgan Stanley & Co International PLC. Systém primárních dealerů fungoval v roce 2017 hladce a Ministerstvo nezaznamenalo ze strany primárních dealerů žádné návrhy na změnu současného institucionálního uspořádání trhu.

Tabulka 24: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů

Rok 2017	
Citibank Europe plc	ING Bank N. V.
Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	J.P. Morgan Securities plc
KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	PPF banka, a.s.
Goldman Sachs International	Société Générale / Komerční banka, a.s.
HSBC Bank plc	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.

Zdroj: MF

Hodnocení primárních dealerů

Úprava hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2017 ponechává dvě výchozí kritéria hodnocení, jedno zaměřené na primární trh státních dluhopisů, druhé se zaměřením na sekundární trh. Důležitost významu funkčního a likvidního sekundárního trhu dokládá i přidělení vysoké váhy tomuto kritériu, které umožní ocenění aktivních tvůrců trhu v relaci k výkonnosti v aukcích státních dluhopisů na primárním trhu. Maximální hodnocení každého primárního dealera může dosáhnout 100 bodů, přičemž toto hodnocení je počítáno na relativní bázi.

Metodika hodnocení primárních dealerů je podrobněji popsána v příloze I tohoto dokumentu. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně na základě tzv. APEI (Aggregate Performance Evaluation Index) definovaného v příloze I Dohody vždy za čtyři po sobě následující hodnocená období. Hodnoceným obdobím je dle článku 1 Dohody každé kalendářní čtvrtletí. Výsledky hodnocení jsou transparentně uveřejňovány ve Čtvrtletní zprávě o řízení státního dluhu, celkové hodnocení za uplynulý kalendářní rok je uveřejněno v aktuální Zprávě o řízení státního dluhu.

Tabulka 25: Celkové hodnocení primárních dealerů

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	PPF banka a.s.	71,9
2.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	70,1
3.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	50,5
4.	Citibank Europe plc	50,3
5.	J.P. Morgan Securities plc	48,5
6.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	38,6
7.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	32,3

Poznámka: Maximální možný počet bodů v celkovém hodnocení je 100.
Zdroj: MF

Tabulka 26: Primární trh

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	PPF banka a.s.	43,8
2.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	34,4
3.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	32,9
4.	J.P. Morgan Securities plc	24,8
5.	Citibank Europe plc	20,2
6.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	20,0
7.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	14,5

Poznámka: Maximální možný počet bodů v tomto kritériu je 55.
Zdroj: MF

Tabulka 27: Sekundární trh

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	35,7
2.	Citibank Europe plc	30,2
3.	PPF banka a.s.	28,1
4.	J.P. Morgan Securities plc	23,7
5.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	18,7
6.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	17,9
7.	HSBC Bank plc	17,7

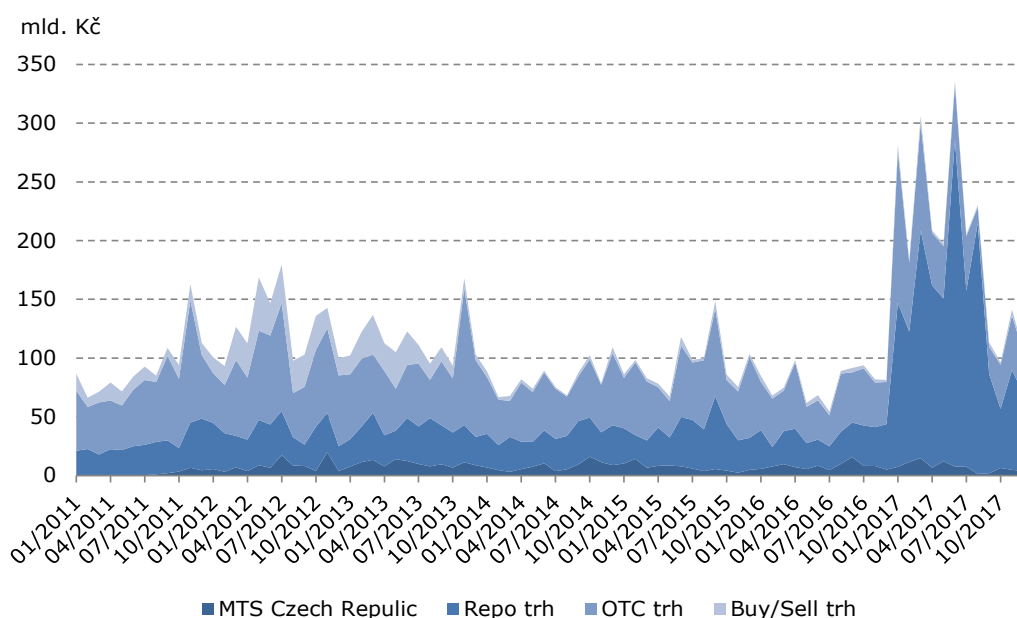
Poznámka: Maximální možný počet bodů v tomto kritériu je 45.
Zdroj: MF

MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů

Dlouhodobým cílem řízení státního dluhu je také podpora maximální možné likvidnosti emisí českých státních dluhopisů obchodovaných na sekundárním trhu, k jehož naplnění Česká republika implementovala elektronickou obchodní platformu MTS Czech Republic pro sekundární trh korunových státních dluhopisů. Dne 11. července 2011 byl zahájen pilotní provoz, na který po třech měsících plynule navázal plný provoz. K podpoře likvidity sekundárního trhu MTS Czech Republic může Ministerstvo využít i operace na sekundárním trhu v podobě přímých prodejů, výměn nelikvidních státních dluhopisů za benchmarkové dluhopisy, jako i zpětné odkupy nelikvidních dluhopisů s krátkou dobou do splatnosti.

Platforma MTS Czech Republic dále umožňuje monitorování chování tržních účastníků a dodržování stanovených pravidel v reálném čase jako podklad pro následné hodnocení jejich výkonnosti a bonifikaci. Implementace této platformy také umožnila rozšířit okruh primárních dealerů o nové zahraniční tvůrce domácího trhu. Oficiální trh MTS Czech Republic se stal od svého vzniku integrální součástí celkového sekundárního trhu korunových státních dluhopisů. Tržním účastníkům poskytuje transparentní informaci o vývoji cen korunových státních dluhopisů a nepřetržitý přístup k nabídce korunových státních dluhopisů.

Obrázek 55: Nominální hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu



*Poznámka: Vyjádřeno v nominální hodnotě zobchodovaných státních dluhopisů na jednotlivých segmentech sekundárního trhu, repo trh a buy/sell trh očištěn o dvojitý započtení transakcí. Včetně zahrnutí operací Ministerstva na MTS Czech Republic a repo trhu.
Zdroj: MF, CDCP, MTS*

Od ledna 2017 byla zaznamenána neobvykle vysoká obchodní aktivita na sekundárním trhu státních dluhopisů. Realizovaná nominální hodnota v lednu činila 281,3 mld. Kč, v únoru 183,6 mld. Kč a v březnu dokonce 306,1 mld. Kč. Důvodem historicky nejvyšší obchodní aktivity byla očekávání ohledně ukončení kurzového závazku ze strany ČNB. Celková obchodní aktivita na sekundárním trhu dosáhla vrcholu v červnu, když realizovaná nominální hodnota činila 335,5 mld. Kč. V dalším období došlo k normalizaci obchodní aktivity na historickou úroveň.

Efektivní sekundární trh z pohledu minimalizace transakčních nákladů a udržení hloubky trhu a cenové stability je nezbytnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti státu a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování státu

v dlouhodobém horizontu. Zároveň je likvidní a hluboký sekundární trh důležitý z hlediska dostatečné absorpce případných šoků na finančním trhu. Za tímto účelem rozšířilo Ministerstvo od 1. ledna 2018 na základě předchozí diskuse s primárními dealery na zasedání Výboru primárních dealerů, jako i na zasedání řídicího výboru MTS Czech Republic, jenž je složen ze zástupců Ministerstva a primárních dealerů, seznam benchmarkových emisí o nově vydaný státní dluhopis v roce 2017 se splatností v roce 2027, jelikož jeho jmenovitá hodnota v oběhu je dostatečná, aby umožňovala plnění kotečních povinností tvůrce trhu. Dále byla na základě dohody s primárními dealery do seznamu znovu zařazena emise státního dluhopisu se splatností v roce 2036 kvůli nárůstu jmenovité hodnoty v oběhu v průběhu roku 2017, což umožní primárním dealerům hladké plnění kotečních

povinností. Státní dluhopis se splatností 2036 tak povede k dalšímu prodloužení benchmarkové výnosové křivky státních dluhopisů České republiky, čímž přispívá k přesnější konstrukci jejího dlouhého konce. Z důvodu stále relativně nízké nominální hodnoty v oběhu a poměrně dlouhé doby do splatnosti byla u dluhopisu snížena minimální kotovaná hodnota na 10 mil. Kč.

Dluhopis České republiky, 2003–2018, 4,60 % a Dluhopis České republiky, 2009–2019, 5,00 % byl v souladu s Dohodou od 1. ledna 2018 odstraněn ze seznamu benchmarkových emisí z důvodu zbytkové doby do splatnosti kratší než 1,25 roku. Změnami v benchmarkové emisi platnými od ledna 2018 se celkový počet povinně kotovaných dluhopisů nezměnil, jejich počet je stále 12.

Tabulka 28: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2018

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti	Splatnostní koš
76.	ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	1,50 %	29. 10. 2019	A
91.	ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	VAR %	9. 12. 2020	A
61.	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,75 %	29. 9. 2021	B
52.	ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	4,70 %	12. 9. 2022	B
97.	ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	0,45 %	25. 10. 2023	B
58.	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25. 5. 2024	B
89.	ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	2,40 %	17. 9. 2025	C
95.	ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	1,00 %	26. 6. 2026	C
100.¹	ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	0,25 %	10. 2. 2027	C
78.	ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	2,50 %	25. 8. 2028	C
94.	ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	0,95 %	15. 5. 2030	C
49.²	ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	4,20 %	4. 12. 2036	D

¹ Emise byla zařazena mezi bechmarkové od 1. 1. 2018.

² Emise byla opětovně zařazena mezi bechmarkové od 1. 1. 2018.

Poznámka: Minimální kotovaná jmenovitá hodnota u státního dluhopisu ČR, 4,20 %, 36 byla po vzájemné dohodě s primárními dealery stanovena na úrovni 10 mil. Kč.

Zdroj: MF

Primární dealer, který splňuje povinnosti tvůrce sekundárního trhu, kotuje „bid“ a „offer“ ceny u všech povinně kotovaných dluhopisů v minimální

kotované celkové jmenovité hodnotě, jež se různí dle zbytkové doby do splatnosti, minimálně 5 hodin během jednoho obchodního dne.

Tabulka 29: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty

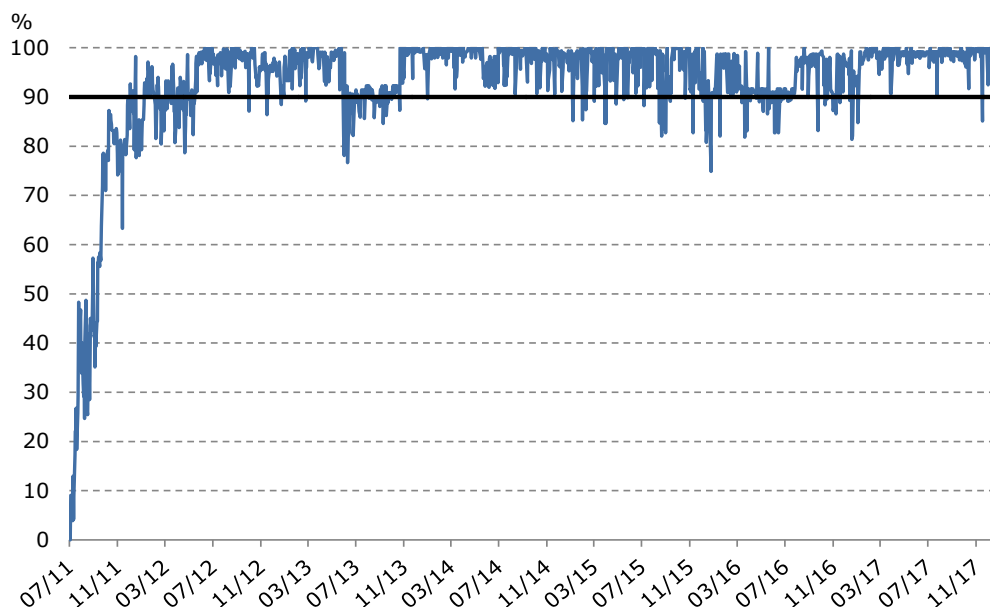
A	Dluhopisy se splatností 1,25 až 3,5 let	50 mil. Kč
B	Dluhopisy se splatností 3,5 až 6,5 let	50 mil. Kč
C	Dluhopisy se splatností 6,5 až 13,5 let	40 mil. Kč
D	Dluhopisy se splatností 13,5 let a více	30 mil. Kč

Zdroj: MF

Kotované ceny se musí nacházet v rámci konkurenčního rozpětí, které se stanovuje na denní bázi u každého povinně kotovaného státního dluhopisu jako vážený průměr kotovaných rozpětí všech primárních dealerů násobený koeficientem $k = 1,5$. Tato metodika a kvantitativní kritéria byla nastavena po vzájemné diskusi ve Výboru MTS Czech Republic a příslušné kalkulace jsou dostupné všem účastníkům systému. Ministerstvo sleduje plnění kotačních povinností na denní bázi, hodnocení výkonnosti a aktivity účastníků probíhá na měsíční bázi. V roce 2017 se primárním dealerům v průměru

dařilo kotační povinnosti úspěšně plnit i díky flexibilnímu přístupu k nastavení konkurenčního rozpětí, které umožňuje lépe odrážet volatilní podmínky na trhu státních dluhopisů. V průběhu roku 2017 byla povinná hranice 90 % v průměru naplněna. V porovnání s rokem 2016 došlo k výraznému zlepšení kotačních povinností z důvodu snížení počtu primárních dealerů o neaktivní tvůrce trhu, jejichž výkonnost snižovala celkové průměrné plnění kotačních povinností primárních dealerů. V průběhu roku 2017 došlo k významné stabilizaci průměrného plnění kotačních povinností.

Obrázek 56: Průměrné denní plnění kótačních povinností dealerů

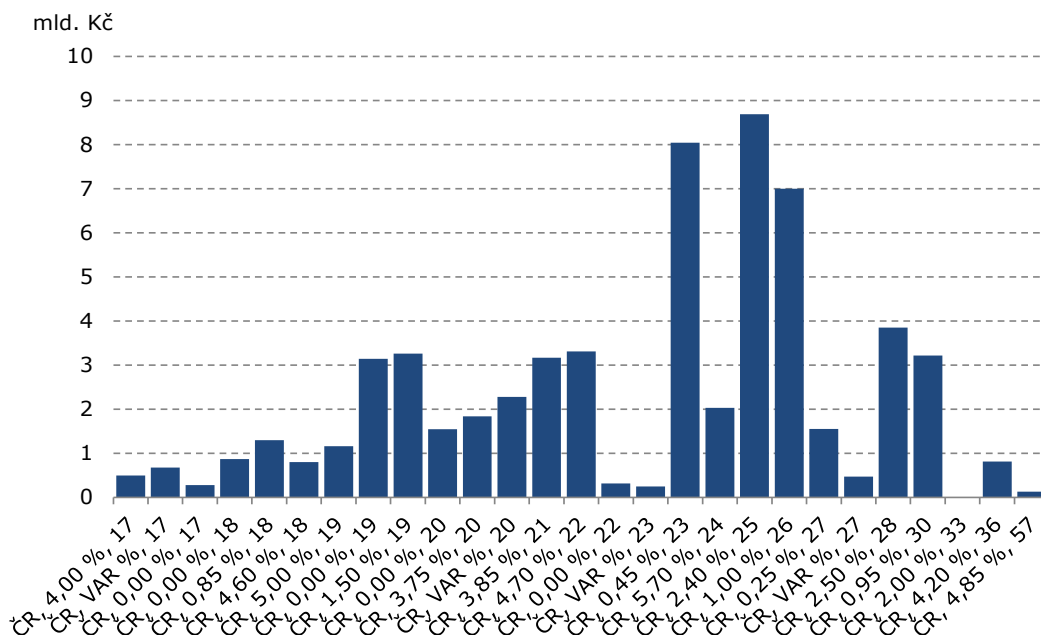


Zdroj: MF, MTS

V roce 2017 činila průměrná zobchodovaná jmenovitá hodnota 5,0 mld. Kč. Celková obchodní aktivita byla rozdělena v průběhu roku nerovnoměrně. Pokud v první polovině roku dosáhla v průměru 7,3 mld. Kč, tak v druhé polovině roku činila jenom 2,8 mld. Kč. Historicky nízká úroveň byla zaznamenána v srpnu (0,4 mld. Kč), září (1,6 mld. Kč) a prosinci (0,8 mld. Kč). Z hlediska

jednotlivých emisí státních dluhopisů, nejvyšší zobchodovanou jmenovitou hodnotu v roce 2017 dosáhl Státní dluhopis České republiky, 2014–2025, 2,40 % (8,7 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2015–2023, 0,45 % (8,0 mld. Kč) a Státní dluhopis České republiky, 2015–2026, 1,00 % (7,0 mld. Kč).

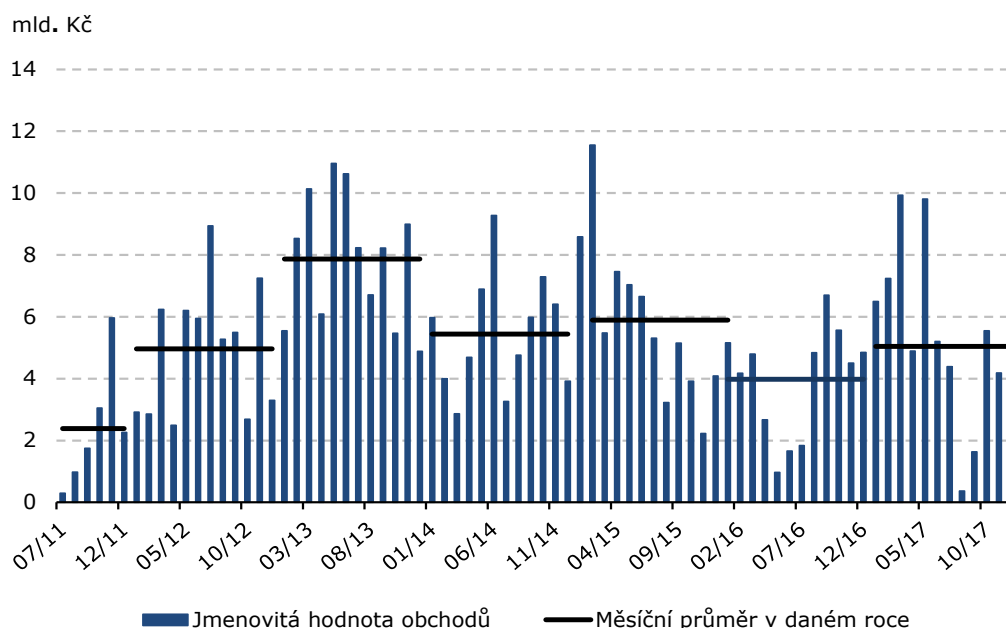
Obrázek 57: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic dle SDD v roce 2017



Poznámka: Bez zahrnutí operací Ministerstva na sekundárním trhu.
Zdroj: MF, MTS

Jedním z důvodů vstupu Ministerstva do výměnných operací a přímých prodejů na sekundárním trhu MTS Czech Republic byla podpora likvidity zobchodovaných státních dluhopisů a aktivity

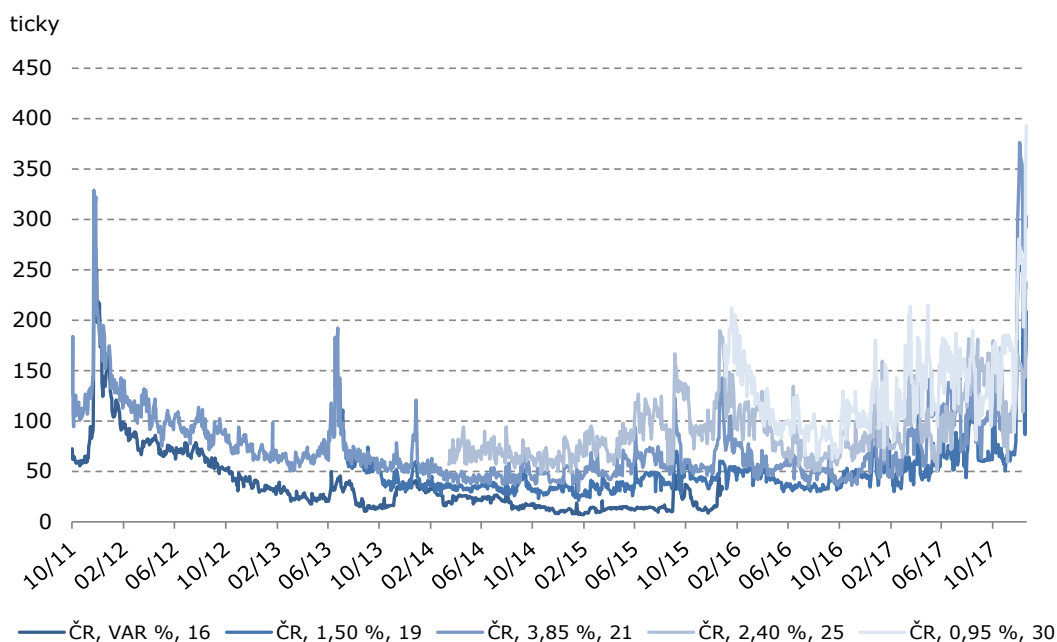
primárních dealerů, když po započtení operací Ministerstva financí průměrná měsíční zobchodovaná jmenovitá hodnota v roce 2016 činila 7,4 mld. Kč a v roce 2017 činila 6,7 mld. Kč.

Obrázek 58: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic

Poznámka: Bez zahrnutí operací Ministerstva na sekundárním trhu.
Zdroj: MF, MTS

Rozpětí „bid“ a „offer“ cen bylo v průběhu roku 2017 značně variabilní a nestabilní. V průběhu celého roku 2017 bylo možné pozorovat rostoucí trend rozpětí „bid“ a „offer“ cen státních dluhopisů. Po nárůstu v lednu došlo v období do března k jeho postupnému snížení. Následně začalo rozpětí opět velmi narůstat z důvodu výrazného nesouladu mezi poptávkou a nabídkou státních dluhopisů v souvislosti s očekávaným ukončením kurzového závazku ze strany ČNB. To potvrzuje i zobchodovaná nominální hodnota na jednotlivých segmentech sekundárního trhu v první polovině roku 2017, jakož i jmenovitá hodnota poskytnutých zápůjčních facilit. Po snížení

rozpětí v průběhu května a jeho následné stabilizaci došlo k dalšímu nárůstu v červenci. Bezprecedentní nárůst rozpětí „bid“ a „offer“ cen nastal ke konci roku 2017, zejména z regulatorních důvodů. Ke stabilizaci trhu, hladkému plnění kotečních povinností a dlouhodobě nízké výši cenových rozpětí přispívá i skutečnost, že povinné rozpětí „bid“ a „offer“ cen je postaveno na relativní bázi vůči tržnímu průměru všech primárních dealerů. To umožňuje oproti pevně daným rozpětím značnou míru flexibility a adaptace na neustále se měnící a obtížně předvídatelné tržní prostředí.

Obrázek 59: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů kotovaných na MTS Czech Republic

Zdroj: MF, MTS

Strategie rozvoje sekundárního trhu prostřednictvím MTS Czech Republic se soustředí zejména na flexibilní využívání dostupných nástrojů elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, bezproblémový chod systému a zabezpečení konzistentnosti s platným regulačním rámcem. Ministerstvo hodnotí velice kladně vývoj v plnění kotečních povinností zejména s přihlédnutím k významné volatilitě na finančních trzích, regulačním dopadům na rozvahy tvůrců trhu, poklesu počtu primárních dealerů, změnám

ve struktuře držitelů státních dluhopisů a vzhledem k nabídce pouze omezeného počtu emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích v roce 2017. Zápůjční facility ve formě repo operací i v podobě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů, budou v průběhu roku 2018 i nadále aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na likviditu sekundárního trhu a hladké plnění kotečních povinností primárních dealerů.

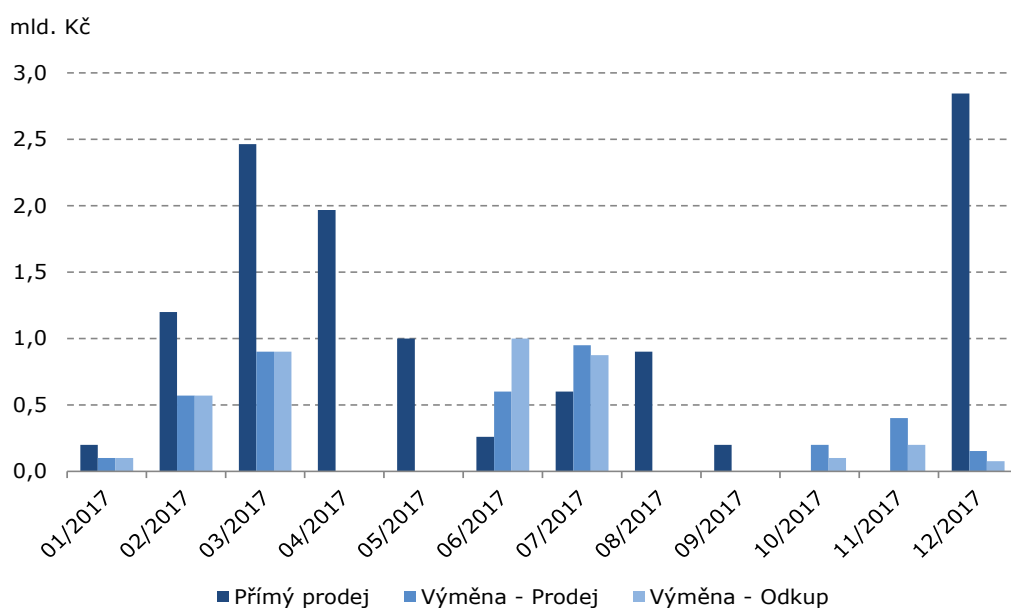
Operace na sekundárním trhu

Od prosince roku 2011 Ministerstvo aktivně vstupuje na sekundární trh zejména prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic. Za účelem nejvyšší možné míry transparentnosti informuje Ministerstvo o záměru provést zpětný odkup, výměnu či přímý prodej na sekundárním trhu (typ transakce, státní dluhopis, maximální jmenovitá hodnota transakcí, čas přijímaných nabídek, konverzní poměr u výměn státních dluhopisů, datum vypořádání, kontaktní osoba) všechny primární dealery minimálně jeden obchodní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. Ministerstvo zveřejňuje výsledek transakcí (celkovou jmenovitou hodnotu uskutečněných transakcí v rámci jednoho zpětného odkupu, přímého prodeje či výměny státních dluhopisů, počet těchto transakcí a váženou průměrnou cenu) na svých internetových stránkách k datu vypořádání transakcí.

Veškeré operace na sekundárním trhu jsou realizovány flexibilně v závislosti na potřebách Ministerstva a situaci na finančních trzích. V průběhu roku 2017 Ministerstvo kvůli podmínkám na finančním trhu neuskutečnilo žádné zpětné

odkupy státních dluhopisů. K přímým prodejům státních dluhopisů přistoupilo v průběhu celého roku, s výjimkou října a listopadu. V tomto období Ministerstvo prodalo z vlastního majetkového účtu Státní dluhopis České republiky 2014–2018, 0,85 % v celkové jmenovité hodnotě 1,9 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2013–2019, 1,50 % v celkové jmenovité hodnotě 3,1 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2017–2020, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 2,3 mld. Kč, Dluhopis České republiky 2010–2021, 3,85 % v celkové jmenovité hodnotě 0,9 mld. Kč, Dluhopis České republiky 2007–2022, 4,70 % v celkové jmenovité hodnotě 0,2 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2017–2022, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 0,3 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2014–2025, 2,40 % v celkové jmenovité hodnotě 0,5 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2017–2027, 0,25 % v celkové jmenovité hodnotě 1,3 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky 2013–2028, 2,50 % v celkové jmenovité hodnotě 1,3 mld. Kč. Celková hodnota realizovaných přímých prodejů Ministerstva v roce 2017 tak dosáhla 11,6 mld. Kč, co bylo o 8,0 mld. Kč více než v předchozím roce.

Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných přímých prodejů a výměn



Zdroj: MF, MTS

V roce 2017 došlo k významnému poklesu zobchodované jmenovité hodnoty u výměnných operací, kdy v průběhu roku Ministerstvo odkoupilo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,8 mld. Kč za státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,9 mld. Kč. Ministerstvo se v rámci výměn státních dluhopisů primárně zaměřilo na Dluhopis České republiky, 2009-2019, 5,00 % a na Dluhopis České republiky, 2007-2017, 4,00 %. Z důvodu nedostatku zdrojového státního dluhopisu v rozvahách primárních dealerů a tržní situace na krátkém konci výnosové křivky Ministerstvo realizovalo výměnné operace jenom v omezené míře. V případě změn tržních podmínek bude Ministerstvo i nadále využívat výměny státních dluhopisů k řízení splatnostního profilu státního dluhu, jakož i za účelem podpory likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů.

Ministerstvo nadále pokračovalo i v průběhu roku 2017 v rozsáhlé realizaci krátkodobých zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pro primární dealery ve formě repo operací i v podobě kolateralizované zápůjčky cenných papírů. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů, které jsou standardním finančním instrumentem ve světě, budou Ministerstvem podporovány i v dalším období. Zájem o zápůjčky státních dluhopisů ze strany primárních dealerů kontinuálně narůstá, zejména kvůli růstu základních úrokových sazeb. Podobně jako u repo operací, primární dealer má možnost zapůjčit si cenné papíry z majetkových účtů Ministerstva za poplatek až na období 90 dní vůči nepeněžnímu kolaterálu ve formě státních pokladničních poukázek, poukázek ČNB nebo střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Výhodou kolateralizované zápůjčky státních dluhopisů je obousměrná podpora likvidity sekundárního trhu bez dopadu na hrubou výpůjční potřebu Ministerstva a rizikové ukazatele dluhového portfolia.

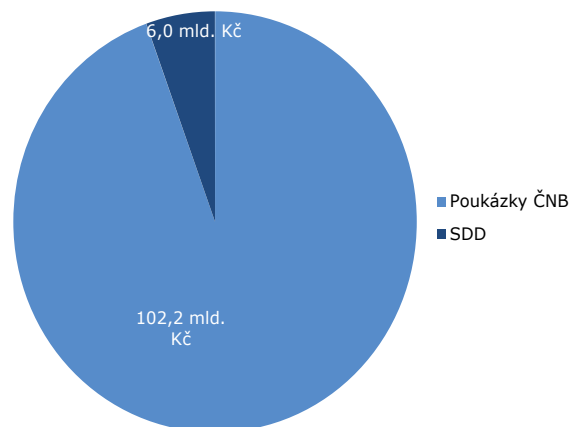
Paralelní trh v podobě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů má význam při zamrznutí repo trhu, nakolik neodráží podmínky na peněžním trhu, což by se mohlo projevit nárůstem rozpětí „bid“ a „offer“ cen. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů plně pokrývá standardní smluvní dokumentace, tj. Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu nebo mezinárodní smlouva Global Master Securities Lending Agreement. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů zároveň pomáhají primárním dealerům lépe optimalizovat obchodní portfolio bez ohledu na jejich likvidní pozici, a dále výrazně redukuje jejich závislost na repo trhu.

V lednu 2017 vzrostl celkový rozsah zápůjční facility (ve formě repo operací) vyjádřený jmenovitou hodnotou poskytnutého kolaterálu až na úroveň 18,7 mld. Kč. Jedná se tak o historicky nejvyšší měsíční

nominální hodnotu poskytnutých státních dluhopisů formou repo operací od jejich zavedení. Poptávka po zápůjčních facilitách ve formě repo operací i ve formě kolateralizovaných zápůjček byla významná hlavně v prvním čtvrtletí 2017, když průměrná nominální hodnota poskytnutých zápůjčních facilit činila 19,6 mld. Kč, což je historicky druhá nejvyšší poskytnutá hodnota.

V prosinci 2017 celková poskytnutá jmenovitá hodnota zápůjčních facilit narostla až na úroveň 28,0 mld. Kč. Tento vývoj byl dán silnou poptávkou primárních dealerů, kteří v průběhu roku 2017 naakumulovali značnou krátkou pozici. Při omezené nabídce státních dluhopisů v aukcích relativně k poptávce zápůjční facility Ministerstva umožnily hladké fungování sekundárního trhu bez významnějších cenových distorzí. V prosinci poskytlo Ministerstvo formou kolateralizované zápůjčky cenných papírů státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 25,6 mld. Kč a zároveň přijalo akceptovatelný kolaterál jako zajištění v celkové jmenovité hodnotě 28,1 mld. Kč. V porovnání s předcházejícím rokem došlo ke změně struktury přijatého kolaterálu, zejména v prospěch poukázek ČNB, které tvořily v průběhu roku 2017 převážnou část přijatého kolaterálu.

Obrázek 61: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2017



Poznámka: Nezahrnuje SDD vydané na zahraničních trzích.
Zdroj: MF

Zájem o krátkodobé zápůjční facility ve formě repo operací byl ze strany primárních dealerů v roce 2017 významný i navzdory výrazné změně ve struktuře držitelů státního dluhu a volatilitě na finančních trzích. Celkový rozsah přijatých peněžních prostředků v rámci krátkodobých zápůjčních facilit v roce 2017 činil 78,7 mld. Kč, čímž se oproti roku 2016 snížil o 2,0 mld. Kč. To bylo způsobeno přetrvávajícím nárůstem poptávky po kolateralizovaných zápůjčkách cenných papírů v roce 2017, u kterých se jmenovitá hodnota poskytnutého kolaterálu meziletečně zvýšila o 32,5 mld. Kč, a celkově dosáhly 92,6 mld. Kč. Celkově v roce 2017 realizovalo

Ministerstvo 303 transakcí ve formě repo operací a 176 transakcí ve formě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů.

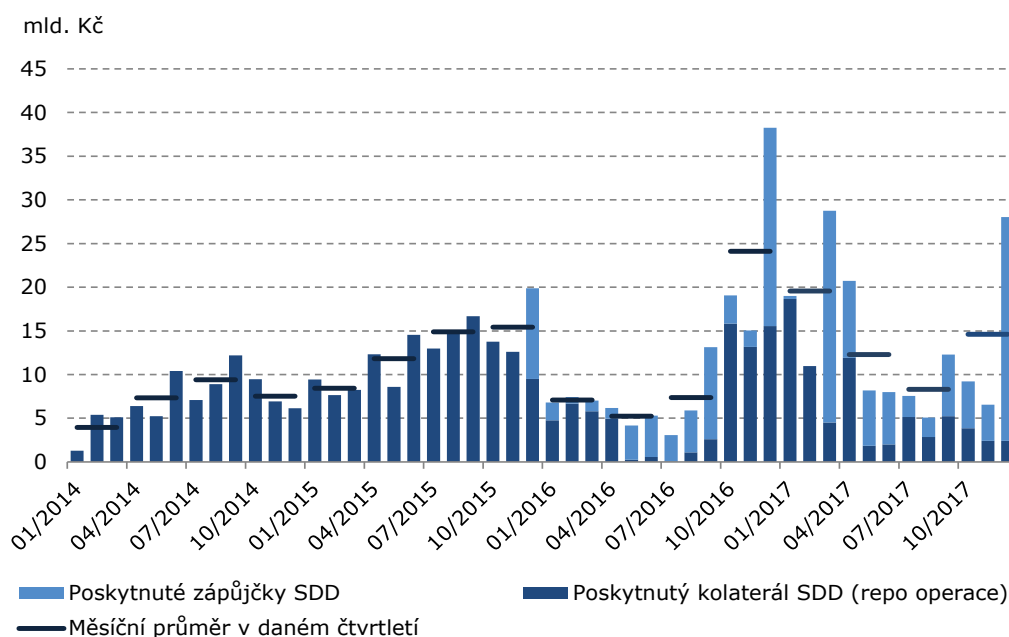
Z pohledu primárních dealerů krátkodobé zápůjční facility Ministerstva umožňují pokrývat jejich krátké pozice a tím přispívat k plynulému plnění kotačních povinností, udržení dostatečné hloubky trhu a likviditě státních dluhopisů i v časech neobvyklých výkyvů na finančních trzích. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou obchodů na elektronické obchodní platformě MTS a poptávkou primárních dealerů po státních dluhopisech tak může být vyplněn prostřednictvím krátkodobých zápůjčních facilit. Zápůjční facility proto tvoří významnou alternativu pro získání státních dluhopisů v případě zhoršených podmínek na sekundárním trhu a výrazně přispívají k obchodní aktivitě primárních dealerů. Tím umožňují stabilizovat tržní rozpětí kotovaných cen dluhopisů, což se přímo odráží ve snižování prémie za nelikviditu jako i v poptávce po českých státních dluhopisech ze strany konečných investorů.

I když je primárním cílem zápůjčních facilit navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky

nad nabídkou u daného dluhopisu, výnosy ze zápůjčních facilit mají pozitivní vliv na zvýšení příjmů státního rozpočtu. Získané peněžní prostředky z repo operací jsou dále za vyšší výnos investovány na peněžním trhu v rámci efektivního řízení likvidity státní pokladny, čímž dochází k dalšímu navýšení výnosů z investiční činnosti Ministerstva. V roce 2017 příspěvek zápůjčních facilit k výnosům z investičních operací kapitoly Státní dluh činil 24,4 mil. Kč.

V souvislosti s poskytováním zápůjčních facilit řídí Ministerstvo aktivně stav státních dluhopisů na svých majetkových účtech s ohledem na poptávku primárních dealerů. V roce 2017 nejvýznamnější část zápůjčních facilit, vyjádřeno prostřednictvím jmenovité hodnoty poskytnutého dluhopisu, tvořily: Dluhopis České republiky, 2011-2023, VAR % (18,4 mld. Kč), Dluhopis České republiky, 2007-2057, 4,85 % (17,4 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2015-2030, 0,95 % (15,7 mld. Kč), Dluhopis České republiky, 2007-2022, 4,70 % (13,0 mld. Kč) a Státní dluhopis České republiky, 2017-2027, 0,25 % (11,9 mld. Kč). U ostatních dluhopisů byla poptávka rozložena rovnoměrně podél celé výnosové křivky.

Obrázek 62: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit



Poznámka: Zápůjční facility SDD jsou uvedeny ve jmenovité hodnotě kolaterálu SDD poskytnutého z majetkových účtů Ministerstva.
Zdroj: MF

Příloha I

Metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2017

V rámci hodnocení kritéria A. Primární trh je sledován podíl daného primárního dealera na primárním trhu státních dluhopisů, tedy podíl akceptovaných nabídek v aukcích státních dluhopisů za hodnocené období. Poměrem akceptovaných nabídek k nákupu k celkové jmenovité hodnotě podaných nabídek k nákupu Ministerstvo sleduje ochotu investorů držet střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Mezi důležité aspekty hodnocení účasti na primárním trhu se rovněž řadí aukční cenová strategie, kde Ministerstvo oceňuje ochotu primárních dealerů zaplatit nejvyšší cenu váženou jmenovitou hodnotou aukce státních dluhopisů. V dalším subkritériu je primární dealer hodnocen lépe, pokud je pravidelným účastníkem aukcí bez ohledu na hodnocené období. Maximální počet bodů v posledním subkritériu obdrží primární dealer, který upíše nejvyšší podíl státních pokladničních poukázek prodaných Ministerstvem v daném období.

Kvantitativní hodnocení v rámci kritéria B. Sekundární trh a operace s likviditou, které vychází zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kotační činnost, její kvalitu, zobchodované jmenovité hodnoty a realizované operace s Ministerstvem. Hodnocení

plnění kotačních povinností je dále předmětem prvního subkritéria. Kvalitou kotační činnosti se rozumí hodnocení průměrného kotovaného rozpětí váženého časem a celkovou jmenovitou hodnotou, jež je dále zohledněno dobou do splatnosti daného dluhopisu. Obdobně se i u dalšího subkritéria zobchodované jmenovité hodnoty váží dobou do splatnosti dluhopisu. U následujícího subkritéria je primární dealer hodnocen na základě podílu celkové jmenovité hodnoty jím uskutečněných obchodů v rámci tří skupiny typů instrumentů obchodovaných na sekundárním trhu k celkové jmenovité hodnotě všech uskutečněných obchodů s příslušnými instrumenty v rámci dané skupiny typů instrumentů za hodnocené období se všemi primárními dealery. Celkové hodnocení za dané subkritérium je poté určeno váženým průměrem těchto podílů za všechny tři stanovené skupiny. Páté subkritérium hodnotí ochotu primárních dealerů platit nejvyšší cenu, resp. získat nejnižší cenu váženou celkovou jmenovitou hodnotou a durací v rámci přímých prodejů, resp. zpětných odkupů státních dluhopisů, či výměn státních dluhopisů na sekundárním trhu.

Tato metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2017 zůstává beze změny i pro rok 2018.

Tabulka 30: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2017 a 2018

A. Primární trh	55 b	B. Sekundární trh a operace s likviditou	45 b
A.1. Podíl na primárním trhu SDD	30 b	B.1. Hodnocení kotační povinnosti na DETS	10 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita kotační činnosti na DETS	10 b
A.3. Aukční cenová strategie	5 b	B.3. Objemy obchodované na DETS	10 b
A.4. Pravidelnost účasti v aukcích	5 b	B.4. Operace Ministerstva financí na sekundárním trhu a operace s likviditou	10 b
A.5. Podíl na primárním trhu SPP	10 b	B.5. Cenová strategie přímých prodejů, zpětných odkupů a výměn	5 b

Zdroj: MF

Příloha II

Tabulka 31: Parametry státního dluhu a portfolií státních finančních aktiv

	31. 12. 2016	31. 3. 2017	30. 6. 2017	30. 9. 2017	31. 12. 2017
Státní dluh celkem (mld. Kč)	1 613,4	1 788,6	1 788,8	1 610,1	1 624,7
Tržní hodnota státního dluhu (mld. Kč)	1 831,1	1 987,3	1 969,2	1 767,7	1 751,0
Krátkodobý státní dluh (%)	14,3	22,8	25,0	20,4	18,5
Střednědobý státní dluh (%)	60,3	62,2	65,5	65,5	62,3
Státní pokladniční poukázky (%)	0,3	3,9	8,3	0,0	2,7
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Průměrná splatnost (roky)	5,1	4,7	4,6	4,9	5,0
Úroková refixace do 1 roku (%)	29,6	36,6	38,7	35,5	33,5
Průměrná doba do refixace (roky)	4,0	3,8	3,7	4,0	4,1
Variabilně úročený státní dluh (%)	15,9	14,4	14,3	12,8	12,7
Modifikovaná durace (roky)	3,9	3,6	3,5	3,7	3,7
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši státního dluhu (%)	11,5	10,5	10,2	11,2	10,9
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	11,5	10,5	10,2	11,3	11,0
Cizoměnový státní dluh (%)	13,4	12,1	11,7	12,9	12,5
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši státního dluhu (%)	96,5	96,4	96,6	96,8	96,8
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Neobchodovatelný státní dluh (%) ¹	3,4	3,2	3,1	3,2	3,2
Podíl spořicíh státních dluhopisů na státním dluhu (%)	3,6	2,1	1,7	1,9	1,3
Obchodovatelný státní dluh (mld. Kč)	1 519,3	1 694,4	1 702,6	1 527,7	1 552,0
Tržní hodnota obchodovatelného dluhu (mld. Kč)	1 733,9	1 890,4	1 881,2	1 683,8	1 677,8
Krátkodobý obchodovatelný dluh (%)	14,0	22,8	25,1	20,2	18,0
Střednědobý obchodovatelný dluh (%)	60,3	62,2	65,8	65,7	62,6
Státní pokladniční poukázky (%)	0,3	4,2	8,7	0,0	2,8
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Průměrná splatnost (roky)	5,0	4,6	4,5	4,9	4,9
Úroková refixace do 1 roku (%)	27,1	34,7	36,9	33,4	31,1
Průměrná doba do refixace (roky)	4,2	3,9	3,8	4,1	4,2
Variabilně úročený obchodovatelný dluh (%)	13,6	12,3	12,2	10,6	10,4
Modifikovaná durace (roky)	4,0	3,7	3,6	3,8	3,8
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	12,2	11,1	10,7	11,8	11,5
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu	12,2	11,1	10,7	11,9	11,5
Cizoměnový obchodovatelný státní dluh (%)	14,2	12,8	12,3	13,6	13,1
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	96,5	96,4	96,6	96,8	96,8
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Investiční portfolia (mld. Kč)²	48,6	49,0	49,9	50,2	50,3
Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)	2,7	2,5	2,5	2,8	2,8
Průměrná výnosnost (%)	0,7	0,7	0,4	0,5	0,8
Průměrná splatnost (roky)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Modifikovaná durace (roky)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

¹ Neobsahuje spořicí státní dluhopisy.

² Zahrnuje jaderné a důchodové portfolio.

Zdroj: MF

Tabulka 32: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2017

Název emise	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
ČR, 0,00 %, 18	99.	CZ0001004709	22.1.2018	60 000 000 000	0
ČR, 0,85 %, 18	88.	CZ0001004246	17.3.2018	50 000 000 000	0
ČR, 4,60 %, 18	41.	CZ0001000822	18.8.2018	74 400 000 000	0
ČR, 5,00 %, 19	56.	CZ0001002471	11.4.2019	86 109 000 000	1 980 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98.	CZ0001004717	17.7.2019	70 000 000 000	0
ČR, 1,50 %, 19	76.	CZ0001003834	29.10.2019	85 153 200 000	0
ČR, 0,00 %, 20	101.	CZ0001005011	10.2.2020	42 513 880 000	7 540 000 000
ČR, 3,75 %, 20	46.	CZ0001001317	12.9.2020	75 000 000 000	0
ČR, VAR %, 20	91.	CZ0001004113	9.12.2020	33 773 370 000	2 200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	CZ0001002851	29.9.2021	76 535 000 000	1 100 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	CZ0001005029	24.2.2022	1 245 780 000	4 600 000 000
ČR, 4,70 %, 22	52.	CZ0001001945	12.9.2022	75 466 740 000	1 650 000 000
ČR, VAR %, 23	63.	CZ0001003123	18.4.2023	81 207 870 000	5 792 130 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	CZ0001004600	25.10.2023	39 929 100 000	2 000 000 000
ČR, 5,70 %, 24	58.	CZ0001002547	25.5.2024	87 600 000 000	2 400 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	CZ0001004253	17.9.2025	64 805 140 000	0
ČR, 1,00 %, 26	95.	CZ0001004469	26.6.2026	49 541 680 000	2 633 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	CZ0001005037	10.2.2027	24 733 950 000	1 900 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	CZ0001004105	19.11.2027	46 742 420 000	1 000 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	CZ0001003859	25.8.2028	81 866 150 000	525 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	CZ0001004477	15.5.2030	46 863 090 000	2 681 000 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	CZ0001005243	13.10.2033	5 397 980 000	2 000 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	CZ0001001796	4.12.2036	35 343 370 000	1 698 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	CZ0001002059	26.11.2057	11 170 000 000	6 830 000 000
Celkem				1 305 397 720 000	48 529 130 000

Poznámka: Bez zahrnutí jmenovitých hodnot státních dluhopisů poskytnutých nebo přijatých Ministerstvem jako kolaterál při realizaci repo operací v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny nebo v rámci záplňných facilit.
Zdroj: MF

Tabulka 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2017

ISIN	Měna	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
XS0368800073	EUR	11.6.2018	2 000 000 000	0
XS0215153296	EUR	18.3.2020	1 000 000 000	0
XS0541140793	EUR	14.4.2021	2 000 000 000	0
XS0750894577	EUR	24.5.2022	2 750 000 000	0
XS0240954361	JPY	16.1.2036	30 000 000 000	0
Celkem EUR			7 750 000 000	0
Celkem JPY			30 000 000 000	0

Poznámka: Bez zahrnutí jmenovitých hodnot státních dluhopisů poskytnutých nebo přijatých Ministerstvem jako kolaterál při realizaci repo operací v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny nebo v rámci záplňných facilit.
Zdroj: MF

Tabulka 34: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2017

Číslo emise	Splatnost (týdny)	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
774.	19	CZ0001005300	6.4.2018	20 965 000 000	0
775.	19	CZ0001005318	20.4.2018	23 049 000 000	0
Celkem				44 014 000 000	0

Poznámka: Bez zahrnutí jmenovitých hodnot státních dluhopisů poskytnutých nebo přijatých Ministerstvem jako kolaterál při realizaci repo operací v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny nebo v rámci zápujčnicích facilit.
Zdroj: MF

Tabulka 35: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2017

Dluhopis	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
SSD - kuponový	81.	CZ0001004014	12.6.2018	815 726 434	0
SSD - reinvestiční	82.	CZ0001004006	12.6.2018	6 130 049 463	0
SSD - kuponový	85.	CZ0001004188	12.12.2018	1 355 351 518	0
SSD - reinvestiční	86.	CZ0001004196	12.12.2018	8 053 193 227	0
SSD - proti-inflační	70.	CZ0001003586	12.6.2019	1 900 012 289	0
SSD - reinvestiční	92.	CZ0001004303	12.6.2019	734 662 650	0
SSD - proti-inflační	83.	CZ0001003990	12.6.2020	385 167 345	0
SSD - proti-inflační	87.	CZ0001004204	12.12.2020	2 072 921 557	0
SSD - variabilní	93.	CZ0001004311	12.12.2020	30 464 481	0
Celkem				21 477 548 964	0

Zdroj: MF

Tabulka 36a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017

Název emise	Číslo emise a tranše		Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Měna	Max. nabízená jmenovitá hodnota do konkurenční části aukce	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
ČR, 0,00 %, 18	99.	6.	11.1.	13.1.	22.1.2018	CZK	8 000 000 000	12 706 600 000
ČR, VAR %, 20	91.	7.	11.1.	13.1.	9.12.2020	CZK	4 000 000 000	974 600 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	8.	11.1.	13.1.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	4 678 850 000
ČR, 0,00 %, 18	99.	7.	25.1.	27.1.	22.1.2018	CZK	6 000 000 000	6 494 350 000
ČR, 0,00 %, 19	98.	12.	25.1.	27.1.	17.7.2019	CZK	9 000 000 000	1 100 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	9.	25.1.	27.1.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	3 601 550 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	1.	8.2.	10.2.	10.2.2020	CZK	5 000 000 000	6 031 550 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	11.	8.2.	10.2.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	3 824 130 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	1.	8.2.	10.2.	10.2.2027	CZK	5 000 000 000	4 156 040 000
ČR, 0,00 %, 19	98.	13.	22.2.	24.2.	17.7.2019	CZK	8 000 000 000	8 069 800 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	1.	22.2.	24.2.	24.2.2022	CZK	1 000 000 000	0
ČR, 1,00 %, 26	95.	8.	22.2.	24.2.	26.6.2026	CZK	5 000 000 000	3 394 390 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	2.	1.3.	3.3.	10.2.2020	CZK	5 000 000 000	3 275 820 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	12.	1.3.	3.3.	17.9.2025	CZK	4 000 000 000	3 516 480 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	3.	8.3.	10.3.	10.2.2020	CZK	5 000 000 000	11 080 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	17.	8.3.	10.3.	25.8.2028	CZK	4 000 000 000	3 221 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	4.	15.3.	17.3.	10.2.2020	CZK	5 000 000 000	5 035 810 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	13.	15.3.	17.3.	17.9.2025	CZK	4 000 000 000	2 218 300 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	5.	22.3.	24.3.	10.2.2020	CZK	5 000 000 000	4 894 930 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	9.	22.3.	24.3.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	4 781 370 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	6.	29.3.	31.3.	10.2.2020	CZK	4 000 000 000	9 735 770 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	10.	29.3.	31.3.	15.5.2030	CZK	2 000 000 000	2 041 210 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	15.	12.4.	18.4.	29.10.2019	CZK	5 000 000 000	2 281 430 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	12.	12.4.	18.4.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	2 150 550 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	14.	12.4.	18.4.	17.9.2025	CZK	4 000 000 000	1 920 490 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	16.	26.4.	28.4.	29.10.2019	CZK	5 000 000 000	2 871 770 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	18.	26.4.	28.4.	25.8.2028	CZK	4 000 000 000	2 620 560 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	8.	26.4.	28.4.	4.12.2036	CZK	2 000 000 000	1 341 100 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	2.	17.5.	19.5.	24.2.2022	CZK	2 000 000 000	845 780 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	2.	17.5.	19.5.	10.2.2027	CZK	4 000 000 000	3 049 210 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	3.	14.6.	16.6.	24.2.2022	CZK	2 000 000 000	100 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	19.	14.6.	16.6.	25.8.2028	CZK	3 000 000 000	2 847 360 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	9.	14.6.	16.6.	4.12.2036	CZK	2 000 000 000	2 772 190 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	13.	2.8.	4.8.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	4 643 170 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	10.	2.8.	4.8.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	3 884 320 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	11.	2.8.	4.8.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	3 413 850 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	3.	13.9.	15.9.	10.2.2027	CZK	3 000 000 000	2 940 720 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	10.	13.9.	15.9.	4.12.2036	CZK	1 000 000 000	1 967 780 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	7.	27.9.	2.10.	10.2.2020	CZK	4 000 000 000	200 000 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	11.	27.9.	2.10.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	2 819 350 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	12.	27.9.	2.10.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	3 384 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	14.	11.10.	13.10.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	4 303 500 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	4.	11.10.	13.10.	10.2.2027	CZK	4 000 000 000	4 652 620 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	1.	11.10.	13.10.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	2 163 000 000

Název emise	Číslo emise a tranše		Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Měna	Max. nabízená jmenovitá hodnota do konkurenční části aukce	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
ČR, 0,00 %, 20	101.	8.	18.10.	20.10.	10.2.2020	CZK	4 000 000 000	0
ČR, 1,00 %, 26	95.	12.	18.10.	20.10.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	3 027 100 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	13.	18.10.	20.10.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	3 049 100 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	5.	25.10.	27.10.	10.2.2027	CZK	2 000 000 000	2 421 110 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	2.	25.10.	27.10.	13.10.2033	CZK	2 000 000 000	984 980 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	2.	25.10.	27.10.	26.11.2057	CZK	500 000 000	150 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	15.	8.11.	10.11.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	4 000 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	20.	8.11.	10.11.	25.8.2028	CZK	4 000 000 000	2 540 100 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	3.	8.11.	10.11.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	2 250 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	6.	15.11.	20.11.	10.2.2027	CZK	2 000 000 000	2 540 310 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	21.	15.11.	20.11.	25.8.2028	CZK	4 000 000 000	4 343 550 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	7.	22.11.	24.11.	10.2.2027	CZK	4 000 000 000	3 673 940 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	22.	22.11.	24.11.	25.8.2028	CZK	4 000 000 000	6 108 940 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	11.	22.11.	24.11.	4.12.2036	CZK	2 000 000 000	531 330 000
Celkem								197 625 760 000

Zdroj: MF, ČNB

Tabulka 36b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017

Název emise	Číslo emise a tranše		Kupón	Průměrná čistá cena	Průměrný výnos do splatnosti (% p. a.)	Bid-to-cover ratio	Prodáno v konkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)	Prodáno v nekonkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)
ČR, 0,00 %, 18	99.	6.	0,00 %	101,796	-1,722	2,69	150,13	8,71
ČR, VAR %, 20	91.	7.	VAR %	102,412	-90,071 ¹	1,99	24,00	0,37
ČR, 0,95 %, 30	94.	8.	0,95 %	102,525	0,750	1,83	100,00	16,97
ČR, 0,00 %, 18	99.	7.	0,00 %	101,268	-1,270	2,19	108,24	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98.	12.	0,00 %	100,910	-0,366	1,00	12,22	0,00
ČR, 0,95 %, 30	94.	9.	0,95 %	102,591	0,745	1,00	90,04	0,00
ČR, 0,00 %, 20	101.	1.	0,00 %	100,243	-0,081	1,29	105,70	14,93
ČR, 0,45 %, 23	97.	11.	0,45 %	100,981	0,302	1,08	85,00	10,60
ČR, 0,25 %, 27	100.	1.	0,25 %	96,806	0,580	1,36	77,00	6,12
ČR, 0,00 %, 19	98.	13.	0,00 %	100,681	-0,283	1,27	100,87	0,00
ČR, 0,00 %, 22	102.	1.	0,00 %	-	-	-	-	-
ČR, 1,00 %, 26	95.	8.	1,00 %	103,185	0,647	1,00	48,40	19,49
ČR, 0,00 %, 20	101.	2.	0,00 %	100,164	-0,056	1,98	56,30	9,21
ČR, 2,40 %, 25	89.	12.	2,40 %	115,291	0,562	1,18	84,55	3,36
ČR, 0,00 %, 20	101.	3.	0,00 %	100,259	-0,088	1,25	221,60	0,00
ČR, 2,50 %, 28	78.	17.	2,50 %	117,121	0,919	1,37	80,53	0,00
ČR, 0,00 %, 20	101.	4.	0,00 %	100,060	-0,021	1,62	97,30	3,41
ČR, 2,40 %, 25	89.	13.	2,40 %	113,562	0,748	1,05	55,46	0,00
ČR, 0,00 %, 20	101.	5.	0,00 %	100,063	-0,022	1,94	81,80	16,09
ČR, 1,00 %, 26	95.	9.	1,00 %	100,233	0,973	1,70	100,00	19,53
ČR, 0,00 %, 20	101.	6.	0,00 %	100,159	-0,055	1,01	236,25	7,14
ČR, 0,95 %, 30	94.	10.	0,95 %	96,015	1,282	1,57	98,00	4,06
ČR, 1,50 %, 19	76.	15.	1,50 %	103,831	-0,014	1,93	41,00	4,63
ČR, 0,45 %, 23	97.	12.	0,45 %	99,607	0,511	1,79	99,10	8,43
ČR, 2,40 %, 25	89.	14.	2,40 %	112,553	0,848	1,06	43,15	4,86
ČR, 1,50 %, 19	76.	16.	1,50 %	103,852	-0,038	3,48	46,89	10,54
ČR, 2,50 %, 28	78.	18.	2,50 %	114,648	1,116	1,89	49,35	16,17
ČR, 4,20 %, 36	49.	8.	4,20 %	145,392	1,507	1,14	61,00	6,06
ČR, 0,00 %, 22	102.	2.	0,00 %	100,010	-0,002	2,63	40,00	2,29
ČR, 0,25 %, 27	100.	2.	0,25 %	94,736	0,815	1,28	61,63	14,61
ČR, 0,00 %, 22	102.	3.	0,00 %	100,010	-0,002	1,00	5,00	0,00
ČR, 2,50 %, 28	78.	19.	2,50 %	117,066	0,891	1,17	87,75	7,17
ČR, 4,20 %, 36	49.	9.	4,20 %	145,858	1,473	1,37	119,00	19,61
ČR, 0,45 %, 23	97.	13.	0,45 %	101,148	0,264	1,57	100,00	16,08
ČR, 1,00 %, 26	95.	10.	1,00 %	102,231	0,740	1,19	89,75	7,36
ČR, 0,95 %, 30	94.	11.	0,95 %	97,810	1,135	1,05	83,25	2,10
ČR, 0,25 %, 27	100.	3.	0,25 %	93,825	0,939	1,70	94,50	3,52
ČR, 4,20 %, 36	49.	10.	4,20 %	144,680	1,505	1,12	189,71	7,07
ČR, 0,00 %, 20	101.	7.	0,00 %	100,250	-0,106	4,25	5,00	0,00
ČR, 1,00 %, 26	95.	11.	1,00 %	99,919	1,010	1,29	64,75	5,73
ČR, 0,95 %, 30	94.	12.	0,95 %	94,239	1,453	1,28	84,60	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97.	14.	0,45 %	97,897	0,809	1,81	100,00	7,59
ČR, 0,25 %, 27	100.	4.	0,25 %	90,661	1,321	2,14	100,00	16,32
ČR, 2,00 %, 33	103.	1.	2,00 %	102,483	1,820	1,10	51,80	2,28

Název emise	Číslo emise a tranše		Kupón	Průměrná čistá cena	Průměrný výnos do splatnosti (% p. a.)	Bid-to-cover ratio	Prodáno v konkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)	Prodáno v nekonkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)
ČR, 0,00 %, 20	101.	8.	0,00 %	-	-	-	-	-
ČR, 1,00 %, 26	95.	12.	1,00 %	97,659	1,287	1,16	74,00	1,68
ČR, 0,95 %, 30	94.	13.	0,95 %	91,433	1,713	1,33	74,53	1,70
ČR, 0,25 %, 27	100.	5.	0,25 %	88,100	1,642	2,25	100,00	21,06
ČR, 2,00 %, 33	103.	2.	2,00 %	97,886	2,158	1,67	45,01	4,24
ČR, 4,85 %, 57	53.	2.	4,85 %	155,570	2,601	1,57	30,00	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97.	15.	0,45 %	97,178	0,939	1,81	100,00	0,00
ČR, 2,50 %, 28	78.	20.	2,50 %	108,119	1,671	1,06	63,50	0,00
ČR, 2,00 %, 33	103.	3.	2,00 %	99,156	2,063	1,09	56,25	0,00
ČR, 0,25 %, 27	100.	6.	0,25 %	88,184	1,641	3,99	114,20	12,82
ČR, 2,50 %, 28	78.	21.	2,50 %	106,410	1,838	1,69	100,75	7,84
ČR, 0,25 %, 27	100.	7.	0,25 %	87,733	1,700	2,54	76,25	15,60
ČR, 2,50 %, 28	78.	22.	2,50 %	105,786	1,900	1,47	128,13	24,60
ČR, 4,20 %, 36	49.	11.	4,20 %	127,610	2,379	1,26	25,00	1,57
Průměr						1,63	82,47	7,03

¹ Průměrný spread oproti PRIBORu v bazických bodech (discount margin)
Zdroj: MF, ČNB

Tabulka 37: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2017

Číslo emise	Splatnost (týdny)	Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Max. nabízená jmenovitá hodnota do aukce	Prodaná jmenovitá hodnota celkem	Výnos do splatnosti (% p. a.)
747.	38	5.1.	6.1.	29.9.2017	5 000 000 000	7 001 000 000	-1,00
748.	24	12.1.	13.1.	30.6.2017	5 000 000 000	7 001 000 000	-1,85
749.	36	19.1.	20.1.	29.9.2017	5 000 000 000	2 001 000 000	-1,60
750.	22	26.1.	27.1.	30.6.2017	5 000 000 000	7 400 000 000	-1,51
751.	13	2.2.	3.2.	5.5.2017	5 000 000 000	201 000 000	-1,20
752.	26	9.2.	10.2.	11.8.2017	5 000 000 000	2 000 000 000	-1,00
753.	13	16.2.	17.2.	19.5.2017	5 000 000 000	6 400 000 000	-0,80
754.	26	23.2.	24.2.	25.8.2017	5 000 000 000	5 200 000 000	-1,04
755.	29	9.3.	10.3.	29.9.2017	5 000 000 000	5 448 000 000	-0,87
756.	28	16.3.	17.3.	29.9.2017	5 000 000 000	12 000 000 000	-0,55
757.	27	23.3.	24.3.	29.9.2017	5 000 000 000	15 692 000 000	-0,56
758.	17	6.4.	7.4.	4.8.2017	5 000 000 000	30 671 000 000	-1,25
759.	16	13.4.	18.4.	11.8.2017	5 000 000 000	16 300 000 000	-0,50
760.	17	20.4.	21.4.	18.8.2017	5 000 000 000	20 390 000 000	-0,35
761.	17	27.4.	28.4.	25.8.2017	5 000 000 000	13 275 000 000	-0,35
762.	17	4.5.	5.5.	1.9.2017	5 000 000 000	17 920 000 000	-0,35
763.	5	25.5.	26.5.	30.6.2017	5 000 000 000	5 800 000 000	-0,30
764.	4	1.6.	2.6.	30.6.2017	5 000 000 000	1 196 000 000	-0,25
765.	8	13.7.	14.7.	8.9.2017	5 000 000 000	26 055 000 000	-0,40
766.	8	27.7.	28.7.	22.9.2017	5 000 000 000	31 366 000 000	-0,37
767.	5	10.8.	11.8.	15.9.2017	5 000 000 000	43 350 000 000	-0,25
768.	4	24.8.	25.8.	22.9.2017	5 000 000 000	34 824 000 000	-0,25
769.	4	29.9.	2.10.	3.11.2017	5 000 000 000	11 131 000 000	-0,20
770.	8	5.10.	6.10.	1.12.2017	5 000 000 000	23 106 000 000	-0,20
771.	8	26.10.	27.10.	22.12.2017	5 000 000 000	6 305 000 000	-0,10
772.	5	2.11.	3.11.	8.12.2017	5 000 000 000	4 756 000 000	-0,20
773.	5	16.11.	20.11.	29.12.2017	5 000 000 000	9 100 000 000	-0,05
774.	19	23.11.	24.11.	6.4.2018	5 000 000 000	20 965 000 000	-0,30
775.	19	7.12.	8.12.	20.4.2018	5 000 000 000	23 049 000 000	-0,80
Celkem						409 903 000 000	-0,51¹

¹ Průměrný vážený výnos do splatnosti emisí SPP za rok 2017.
Zdroj: MF, ČNB

Tabulka 38: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2017

Dluhopis	Číslo emise	Datum vydání	Datum splatnosti	Původní doba do splatnosti (roky)	Jmenovitá hodnota
SSD - proti-inflační ¹	70.	12.6.	12.6.2019	7,0	34 963 331
SSD - reinvestiční ¹	82.	12.6.	12.6.2018	5,0	206 609 153
SSD - proti-inflační ¹	83.	12.6.	12.6.2020	7,0	6 883 682
SSD - proti-inflační ¹	87.	12.6.	12.12.2020	7,0	37 261 905
SSD - reinvestiční ¹	92.	12.6.	12.6.2019	5,0	3 117 950
SSD - variabilní ¹	93.	12.6.	12.12.2020	6,5	40 983
SSD - proti-inflační ¹	70.	12.12.	12.6.2019	7,0	18 323 849
SSD - proti-inflační ¹	83.	12.12.	12.6.2020	7,0	4 002 811
SSD - reinvestiční ¹	86.	12.12.	12.12.2018	5,0	265 951 172
SSD - proti-inflační ¹	87.	12.12.	12.12.2020	7,0	21 711 873
SSD - variabilní ¹	93.	12.12.	12.12.2020	6,5	49 257
Celkem					598 915 966

¹ Zahrnuje tranše vydané formou reinvestice výnosu téhož dluhopisu.
Zdroj: MF

Tabulka 39a: Realizované zápůjční facility ve formě repo operací v roce 2017

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota kolaterálu	Přijaté peněžní prostředky	Splacené peněžní prostředky ¹
ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	1 270 000 000	1 322 780 666,67	1 322 735 472,95
ČR, VAR %, 17	CZ0001003438	67 000 000	67 945 941,94	67 943 002,01
ČR, 0,00 %, 18	CZ0001004709	2 560 000 000	2 593 536 000,00	2 593 490 583,56
ČR, 0,85 %, 18	CZ0001004246	1 910 000 000	1 964 939 439,72	1 964 885 655,70
ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	2 600 000 000	2 946 138 888,89	2 945 830 129,90
ČR, 0,00 %, 19	CZ0001004717	2 390 000 000	2 414 690 000,00	2 414 650 383,32
ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	2 205 000 000	2 337 472 708,34	2 337 389 831,31
ČR, 0,00 %, 20	CZ0001005011	3 100 000 000	3 083 662 700,00	3 083 593 622,22
ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	2 309 000 000	2 360 391 166,40	2 360 205 113,18
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	7 476 000 000	8 731 724 004,14	8 731 464 405,00
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	5 761 000 000	7 260 302 811,67	7 259 971 044,15
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	5 953 000 000	6 439 097 441,67	6 438 519 301,01
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	3 842 000 000	3 891 582 057,53	3 891 433 072,82
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	3 556 000 000	5 007 294 666,66	5 007 023 302,85
ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	800 000 000	936 641 123,29	936 623 780,09
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	4 763 000 000	4 959 744 041,09	4 959 530 537,75
ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	3 030 000 000	2 782 820 513,71	2 782 738 774,89
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	5 460 000 000	5 700 394 597,78	5 700 220 475,91
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	10 000 000	12 041 666,67	12 040 663,20
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	10 694 000 000	10 598 732 991,76	10 598 372 887,79
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	1 003 000 000	1 571 909 850,00	1 571 815 424,59
ČR, 4,85 %, 57	CZ0001002059	1 030 000 000	1 717 254 097,22	1 717 116 936,12
Celkem		71 789 000 000	78 701 097 375,15	78 697 594 400,32

¹ Zahrnuje i peněžní prostředky z těchto zápůjčních facilit realizovaných v roce 2017, které nebyly v tomto období splaceny.
Poznámka: Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facilit ve formě repo operací v průběhu roku 2017 činila -0,06 % p. a.
Zdroj: MF

Tabulka 39b: Realizované zápůjční facility ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2017

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota	Příjem ¹
ČR, 0,00 %, 20	CZ0001005011	8 424 000 000	577 458,84
ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	2 690 000 000	506 831,57
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3 674 000 000	764 066,45
ČR, 0,00 %, 22	CZ0001005029	3 337 670 000	973 002,35
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	7 196 000 000	2 160 170,35
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	12 469 650 000	2 400 726,46
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	2 768 000 000	641 775,32
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	3 774 000 000	839 695,64
ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	800 000 000	137 130,74
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	4 100 000 000	237 597,23
ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	8 909 000 000	1 283 040,19
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	5 364 000 000	1 111 183,03
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	6 120 000 000	1 314 826,17
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	5 026 000 000	904 788,38
ČR, 2,00 %, 33	CZ0001005243	223 000 000	77 093,10
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	1 330 000 000	214 341,69
ČR, 4,85 %, 57	CZ0001002059	16 350 000 000	7 702 698,04
Celkem		92 555 320 000	21 846 425,55

¹ Zahrnuje i příjmy z těchto zápůjčních facilit realizovaných v roce 2017, které nebyly v tomto období ukončeny.
Zdroj: MF

Tabulka 40: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2017

Datum transakce	Prodáváný dluhopis			Odkoupený dluhopis		
	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena
18.1.2017	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	102,790	ČR, 4,00 %, 17	100 000 000	100,911
22.2.2017	ČR, VAR %, 27	200 000 000	103,000	ČR, 4,00 %, 17	200 000 000	100,537
23.2.2017	ČR, VAR %, 27	370 000 000	103,000	ČR, 4,00 %, 17	370 000 000	100,526
2.3.2017	ČR, VAR %, 27	300 000 000	103,130	ČR, 4,00 %, 17	300 000 000	100,427
6.3.2017	ČR, VAR %, 27	600 000 000	103,150	ČR, 4,00 %, 17	600 000 000	100,384
8.6.2017	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	104,410	ČR, VAR %, 17	400 000 000	100,140
14.6.2017	ČR, VAR %, 27	200 000 000	103,720	ČR, VAR %, 17	400 000 000	100,120
15.6.2017	ČR, VAR %, 27	200 000 000	103,310	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	105,345
13.07.2017	ČR, 2,40 %, 25	200 000 000	112,600	ČR, 5,00 %, 19	200 000 000	108,630
13.07.2017	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	100,450	ČR, 5,00 %, 19	200 000 000	108,630
13.07.2017	ČR, 2,40 %, 25	200 000 000	112,600	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	104,990
13.07.2017	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	100,450	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	104,990
21.07.2017	ČR, 0,95 %, 30	50 000 000	97,820	ČR, 5,00 %, 19	25 000 000	108,520
24.07.2017	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	97,820	ČR, 5,00 %, 19	50 000 000	108,480
31.10.2017	ČR, 4,20 %, 36	100 000 000	130,750	ČR, 5,00 %, 19	50 000 000	106,852
31.10.2017	ČR, 2,50 %, 28	100 000 000	107,300	ČR, 5,00 %, 19	50 000 000	106,852
2.11.2017	ČR, 4,70 %, 22	150 000 000	119,115	ČR, 5,00 %, 19	75 000 000	106,825
2.11.2017	ČR, 4,20 %, 36	50 000 000	132,150	ČR, 5,00 %, 19	25 000 000	106,825
7.11.2017	ČR, 2,50 %, 28	200 000 000	108,610	ČR, 5,00 %, 19	100 000 000	106,383
4.12.2017	ČR, 4,20 %, 36	100 000 000	129,670	ČR, 5,00 %, 19	50 000 000	106,049
5.12.2017	ČR, 4,20 %, 36	52 000 000	131,132	ČR, 5,00 %, 19	26 000 000	106,037
Celkem		3 872 000 000			3 821 000 000	

Zdroj: MF

Tabulka 41: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2017

Název emise	Číslo emise	Datum vypořádání	Datum splatnosti	Původní doba splatnosti (roky)	Průměrná cena	Jmenovitá hodnota
ČR, 0,85 %, 18	88.	6.1.2017	17.3.2018	4,0	102,270	200 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	20.2.2017	17.3.2018	4,0	101,610	500 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	21.2.2017	17.3.2018	4,0	101,700	200 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	28.2.2017	17.3.2018	4,0	101,800	500 000 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	1.3.2017	29.10.2019	6,8	104,630	500 000 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	7.3.2017	29.10.2019	6,8	104,860	1 000 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	22.3.2017	17.3.2018	4,0	101,520	150 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	27.3.2017	17.3.2018	4,0	101,520	100 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	30.3.2017	17.3.2018	4,0	101,650	213 780 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	30.3.2017	29.10.2019	6,8	104,140	500 000 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	4.4.2017	29.10.2019	6,8	104,210	568 630 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	5.4.2017	29.10.2019	6,8	104,260	500 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	6.4.2017	10.2.2020	3,0	100,300	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	7.4.2017	10.2.2020	3,0	100,300	500 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	19.4.2017	10.2.2020	3,0	100,020	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	4.5.2017	10.2.2020	3,0	100,020	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	5.5.2017	10.2.2020	3,0	100,050	500 000 000
ČR, 4,70 %, 22	52.	30.5.2017	12.9.2022	15,2	125,800	200 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	31.5.2017	24.2.2022	5,0	100,030	100 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	5.6.2017	24.2.2022	5,0	100,050	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	9.6.2017	10.2.2020	3,0	100,540	60 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	20.7.2017	10.2.2020	3,0	100,500	200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	24.7.2017	29.9.2021	10,8	116,150	200 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	26.7.2017	10.2.2027	10,0	94,900	200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	9.8.2017	29.9.2021	10,8	115,950	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	9.8.2017	10.2.2020	3,0	100,300	200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	10.8.2017	29.9.2021	10,8	115,950	100 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	10.8.2017	10.2.2020	3,0	100,300	200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	11.8.2017	29.9.2021	10,8	116,000	200 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	27.9.2017	29.9.2021	10,8	115,450	200 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	7.12.2017	17.9.2025	11,5	109,650	450 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	7.12.2017	10.2.2027	10,0	90,500	600 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	7.12.2017	25.8.2028	15,5	108,730	730 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	8.12.2017	10.2.2027	10,0	90,510	500 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	8.12.2017	25.8.2028	15,5	108,800	565 000 000
Celkem						11 637 410 000

Zdroj: MF

Tabulka 42: Podrobný přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2017

Číslo kapitoly	Kapitola	Určení prostředků	Částka (Kč)
314	Ministerstvo vnitra	Navýšení stupnice základních tarifů o 10 % pro příslušníky bezpečnostních sborů Ministerstva vnitra od 1. 7. 2017	600 398 074
336	Ministerstvo spravedlnosti	Navýšení stupnice základních tarifů o 10 % pro příslušníky bezpečnostních sborů Vězeňské služby od 1. 7. 2017	147 574 000
312	Ministerstvo financí	Navýšení stupnice základních tarifů o 10 % pro příslušníky bezpečnostních sborů Celní správy od 1. 7. 2017	110 113 488
305	Bezpečnostní informační služba	Posílení běžných výdajů	28 750 000
313	Ministerstvo práce a sociálních věcí	Dofinancování sociálních služeb	462 305 856
301	Kancelář prezidenta republiky	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	3 264 768
306	Ministerstvo zahraničních věcí	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	1 454 275
313	Ministerstvo práce a sociálních věcí	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	14 711 411
314	Ministerstvo vnitra	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	37 315 371
315	Ministerstvo životního prostředí	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	21 688 872
317	Ministerstvo pro místní rozvoj	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	1 721 372
322	Ministerstvo průmyslu a obchodu	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	5 436 355
327	Ministerstvo dopravy	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	1 707 970
329	Ministerstvo zemědělství	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	13 060 978
333	Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	300 000 000
334	Ministerstvo kultury	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	129 262 450
335	Ministerstvo zdravotnictví	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	4 604 606
336	Ministerstvo spravedlnosti	Sloučení tarifních stupnic od 1. 7. 2017	7 243 304
304	Úřad vlády České republiky	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	6 756 936
306	Ministerstvo zahraničních věcí	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	17 445 975
307	Ministerstvo obrany	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	257 426 795
308	Národní bezpečnostní úřad	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	2 623 178
312	Ministerstvo financí	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	217 665 042
313	Ministerstvo práce a sociálních věcí	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	141 975 412
314	Ministerstvo vnitra	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	561 817 217
315	Ministerstvo životního prostředí	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	24 135 755
317	Ministerstvo pro místní rozvoj	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	5 884 667
321	Grantová agentura České republiky	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	432 672
322	Ministerstvo průmyslu a obchodu	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	17 552 179
327	Ministerstvo dopravy	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	8 942 039
328	Český telekomunikační úřad	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	5 122 807
329	Ministerstvo zemědělství	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	49 752 166

Číslo kapitoly	Kapitola	Určení prostředků	Částka (Kč)
333	Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	1 991 467 626
334	Ministerstvo kultury	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	44 160 135
335	Ministerstvo zdravotnictví	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	27 914 123
336	Ministerstvo spravedlnosti	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	161 990 050
343	Úřad pro ochranu osobních údajů	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	910 890
344	Úřad průmyslového vlastnictví	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	1 869 101
345	Český statistický úřad	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	10 953 308
346	Český úřad zeměměřický a katastrální	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	34 245 944
348	Český báňský úřad	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	1 865 811
349	Energetický regulační úřad	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	3 023 965
353	Úřad pro ochranu hospodářské soutěže	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	2 375 383
355	Ústav pro studium totalitních režimů	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	1 869 793
361	Akademie věd České republiky	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	867 951
372	Rada pro rozhlasové a televizní vysílání	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	370 129
374	Správa státních hmotných rezerv	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	2 931 184
375	Státní úřad pro jadernou bezpečnost	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	2 598 000
376	Generální inspekce bezpečnostních sborů	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	3 477 619
377	Technologická agentura České republiky	Zvýšení platů v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích od 1. 11. 2017	682 573
301	Kancelář prezidenta republiky	Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	2 887 127
302	Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky	Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	3 683 163
303	Senát Parlamentu České republiky	Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	2 021 171
309	Kancelář veřejného ochránce práv	Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	1 181 041
381	Nejvyšší kontrolní úřad	Zvýšení platů v tzv. samostatných kapitolách od 1. 11. 2017	5 329 456
305	Bezpečnostní informační služba	Posílení výdajů, které jsou součástí utajované části rozpočtu	13 402 000
307	Ministerstvo obrany	Posílení výdajů, které jsou součástí utajované části rozpočtu	15 172 940
314	Ministerstvo vnitra	Posílení výdajů, které jsou součástí utajované části rozpočtu	14 422 000
327	Ministerstvo dopravy	Krytí deficitu rozpočtu Státního fondu dopravní infrastruktury	200 000 000
Celkem			5 759 818 473

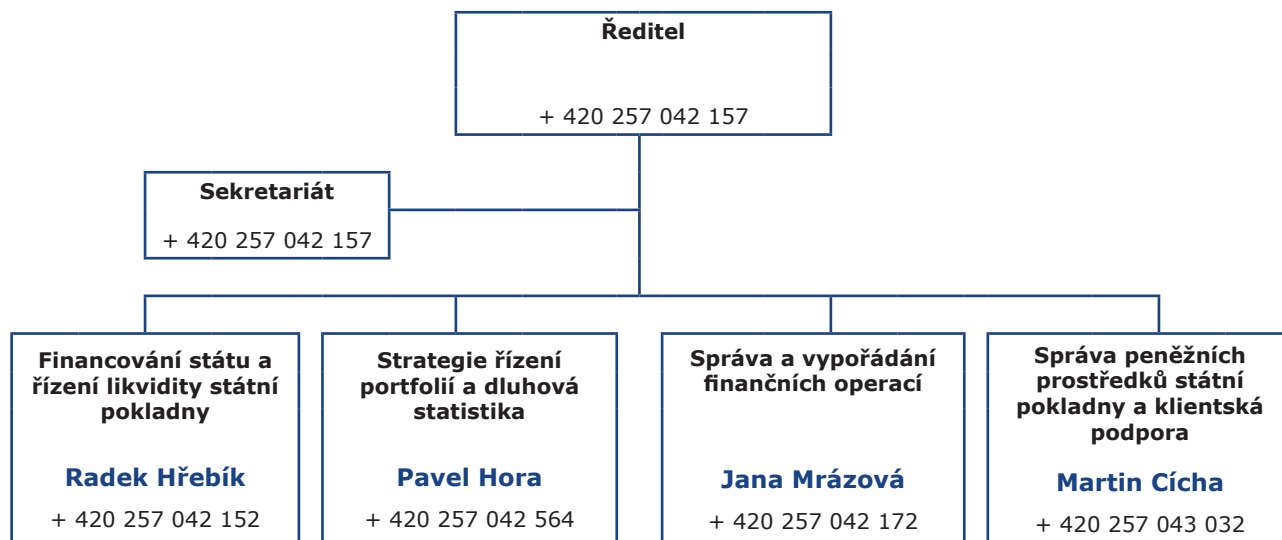
Zdroj: MF

Klíčové informace 2017

- Stav státního dluhu na úrovni 1 624,7 mld. Kč
- Meziroční pokles podílu státního dluhu na HDP o 1,6 p. b. na 32,2 %
- Podíl státního dluhu, se kterým nejsou spojeny žádné čisté úrokové výdaje: 15,2 %
- Potřeba financování: 241,7 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 257,7 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu: 213,1 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na zahraničních trzích: 0,0 Kč
- Hrubá emise SPP včetně revolvingu: 409,9 mld. Kč
- Hrubá emise SSD: 0,6 mld. Kč
- Splátky korunových SDD a SSD: 226,2 mld. Kč
- Meziroční pokles čistých hotovostních úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu: 1,0 mld. Kč
- Průměrná vážená splatnost korunových SDD prodaných na primárním a sekundárním trhu: 7,3 let
- Průměrný vážený výnos korunových SDD prodaných na primárním a sekundárním trhu: 0,50 % p. a.
- Průměrný vážený výnos SPP v aukcích: -0,51 % p. a.
- Hrubá emise SDD a SPP včetně revolvingu za nulový nebo záporný výnos: 493,2 mld. Kč
- Čisté příjmy státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny: 336,7 mil. Kč
- Čisté příjmy státního rozpočtu z emisí se záporným výnosem: 1 204,7 mil. Kč
- Průměrná splatnost státního dluhu: 5,0 let
- Krátkodobý státní dluh: 18,5 %
- Průměrná doba do refixace státního dluhu: 4,1 let
- Úroková refixace dluhového portfolia do 1 roku: 33,5 %

Kontakty

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku



Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 16. únoru 2018
a je dostupná také prostřednictvím internetu na:

www.mfcr.cz/statnidluh

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku

Ministerstvo financí
Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana
Česká republika
E-mail: pd@mfcr.cz, Reuters <MFCR>